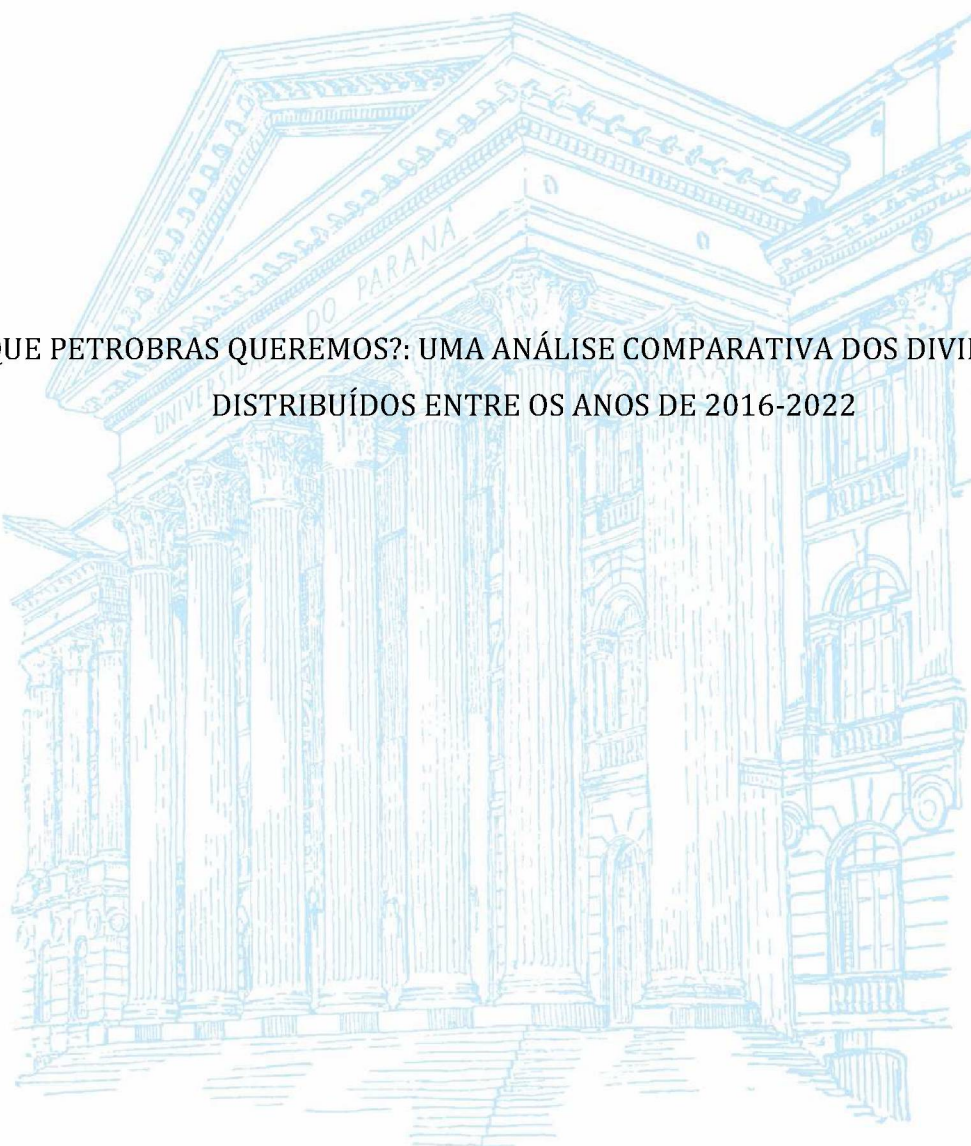


UNIVERSIDADE FEDERAL DO PARANÁ

JORGE HENRIQUE COLLUÇO

QUE PETROBRAS QUEREMOS?: UMA ANÁLISE COMPARATIVA DOS DIVIDENDOS
DISTRIBUÍDOS ENTRE OS ANOS DE 2016-2022



CURITIBA

2023

JORGE HENRIQUE COLLUÇO

QUE PETROBRAS QUEREMOS?: UMA ANÁLISE COMPARATIVA DOS DIVIDENDOS
DISTRIBUÍDOS ENTRE OS ANOS DE 2016-2022

Relatório Técnico-Científico apresentado ao curso de Especialização/MBA em Gestão Contábil e Tributária, Setor de Ciências Contábeis, Universidade Federal do Paraná, como requisito parcial à obtenção do título de Especialista.

Orientador: Prof. Dr. Luciano Márcio Scherer

CURITIBA

2023

RESUMO

Este trabalho tem por objetivo comparar e analisar os dividendos distribuídos pela Petrobras entre os anos de 2016 e 2022 com aqueles distribuídos por outras empresas petrolíferas. Para a coleta dos dados foi utilizada a plataforma *Refinitiv-Eikon*, responsável por indexar dados e informações de empresas que operam em bolsa de valores, além de pesquisa documental feita em alguns relatórios da companhia. Além da análise quantitativa dos dados coletados, o trabalho se serviu de pesquisa bibliográfica voltada para oferecer um panorama mais abrangente à análise e que em alguma medida se difere das análises tradicionais típicas de operadores financeiros. Os dados mostram que a partir de 2019 houve um ponto de virada na gestão da empresa que se por um lado ajudou em parte com que a empresa alcançasse nos anos seguintes resultados surpreendentes, em especial para os seus acionistas, por outro colocam em dúvida a sua rentabilidade no futuro e seu papel estratégico na economia do país.

Palavras-chave: Petrobras. Indústria Petrolífera. Análise das Demonstrações Contábeis. Política de Dividendos. Geração de Valor aos Acionistas.

ABSTRACT

This work aims to compare and analyze the dividends distributed by Petrobras between the years of 2016 at 2022 with those distributed by another oil companies. For data collect, the *Refinitiv-Eikon* database was used, responsible for indexing data and information from companies that operate on the stock exchange. In addition to the quantitative analysis of the data collected, the work used bibliographical research in order to offering a more comprehensive panorama for the analysis and which, to some extent, differs from the traditional analyzes typical of financial operators. The data show that from 2019 onwards there was a turning point in the company's management which if on the one hand partly helped the company to achieve surprising results in the following years, especially for its shareholders, on the other hand they cast doubt on its profitability in future and its strategic role in the country's economy.

Keywords: Petrobras. Oil Company. Analysis of Financial Statements. Dividends Policy. Shareholder Value Creation.

SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO.....	6
1.1 CONTEXTUALIZAÇÃO DO TEMA	7
1.2 OBJETIVO DO ESTUDO	9
1.3 IMPORTÂNCIA PRÁTICA DO ESTUDO.....	9
2 REFERENCIAL TEÓRICO	10
3 METODOLOGIA E DESCRIÇÃO DOS RESULTADOS	15
4 APRESENTAÇÃO DOS RESULTADOS	19
5 CONSIDERAÇÕES FINAIS.....	31
REFERÊNCIAS.....	37
APÊNDICE 1 – TOTAL DE DIVIDENDOS PAGOS.....	40
APÊNDICE 2 – GERAÇÃO DE CAIXA OPERACIONAL	41
APÊNDICE 3 – LUCRO LÍQUIDO	42
APÊNDICE 4 – RECEITA.....	43
APÊNDICE 5 – PATRIMÔNIO LÍQUIDO	44
APÊNDICE 6 – MARGEM LÍQUIDA.....	45
APÊNDICE 7 – TAXA DE RETORNO SOBRE O PATRIMÔNIO LÍQUIDO	45
APÊNDICE 8 – RELAÇÃO DIVIDENDO / LUCRO LÍQUIDO (PAYOUT)	46
APÊNDICE 9 – RELAÇÃO GERAÇÃO DE CAIXA PROVENIENTE DE ATIVIDADES OPERACIONAIS / PATRIMÔNIO LÍQUIDO.....	46
ANEXO 1 – CRITÉRIOS DE FILTRO PARA A LOCALIZAÇÃO DAS COMPANHIAS	47
ANEXO 2 – INSERÇÃO DE COLUNAS REFERENTE AOS DADOS SELECIONADOS	47
ANEXO 3 – EXPORTAÇÃO DOS DADOS EM FORMATO DE PLANILHA ELETRÔNICA	48
ANEXO 4 – PROPOSTA DE DIVIDENDOS REGISTRADA NAS DEMONSTRAÇÕES FINANCEIRAS DA COMPANHIA DE 2021 (EM MILHARES DE REAIS).....	48
ANEXO 5 – PROPOSTA DE DIVIDENDOS REGISTRADA NAS DEMONSTRAÇÕES FINANCEIRAS DA COMPANHIA DE 2022 (EM MILHARES DE REAIS).....	49
ANEXO 6 – TRIBUTOS PAGOS POR ESFERA (EM R\$ BILHÕES)	49

1 INTRODUÇÃO

“Estudo da Secretaria de Política econômica, órgão do Ministério da Fazenda (SPE-MF), publicado em 21 de outubro de 2015, indicava que a companhia foi responsável por 8,8% do total dos investimentos no Brasil, o que representou 1,8% do PIB” (RICETO & SILVA, 2021, p. 6).

Falar da Petrobras em poucas palavras é uma tarefa inglória, tendo em vista o tamanho que a petrolífera alcançou desde a sua fundação (1953) até os dias atuais, além de toda a sua cadeia produtiva, que passa pela exploração e produção, passando pelo refino, pela produção de gás e energia e sua distribuição, assim como os segmentos econômicos que subsidiam as atividades operacionais da companhia; não é exagero dizer que a enorme e complexa cadeia do petróleo tem consequências que repercutem na economia como um todo e na vida particular de cada pessoa. Da mesma forma, a companhia representa um desafio para quem se arrisca a analisar as demonstrações contábeis, tendo em vista não somente as suas peculiaridades, o que dificulta sobremaneira o desempenho da empresa com a de outras empresas do ramo que operam no Brasil, mas também pelo fato de o comércio da principal *commodity* por ela explorada ser essencialmente oligopolista e muito sensível às variações estabelecidas pelo mercado mundial¹.

A citação que abriu esse trabalho ajuda a dar uma dimensão de grandeza da Petrobras e do papel estratégico na economia de um país. As decisões tomadas pela empresa acabam gerando grandes repercussões em muitos aspectos (econômicos, energéticos, políticos, ambientais e geopolíticos). Um deles, que será o foco deste trabalho, diz respeito ao valor por ela gerado e distribuído a seus acionistas, compostos pelo governo federal, BNDES, detentores de títulos emitidos por bancos estadunidenses, fundos de investimento e demais pessoas físicas e jurídicas residentes ou não no país. Nos últimos anos, veículos de imprensa passaram a chamar a atenção aos dividendos

¹ Cumpre esclarecer o sentido de definir o “mercado” quando se se refere ao *petróleo*. Fiori (*apud* RICETO & SILVA, 2021) chama a atenção ao fato de que hoje, das 20 maiores empresas petrolíferas do mundo, 15 são estatais e que são responsáveis pelo controle de aproximadamente 80% das reservas conhecidas até o momento, de modo que as decisões relativas ao petróleo passam invariavelmente por decisões que levam em conta os interesses dos Estados e suas empresas públicas; *“ou seja, são os interesses e as alianças políticas que, no final do dia, determinam o preço internacional do petróleo”* (p. 8). É preciso considerar que as relações entre os países que compõem a OPEP (Organização dos Países Exportadores de Petróleo) e os países importadores por vezes têm conflitos (nem sempre tácitos) entre si e que, nesses casos, as relações comerciais acabam sendo comprometidas.

distribuídos pela empresa em razão dos volumes anunciados. A um leitor leigo, uma manchete que aponta um valor bilionário de dois (três?) dígitos poderia facilmente ficar espantado com tal quantidade. No entanto, como colocar esses valores em perspectiva, uma vez que não há dúvidas de que, em se tratando de valores absolutos, eles são gigantescos? Esses valores estão acima, abaixo ou dentro da média daquilo que a companhia distribuiu nos últimos anos? E, comparativamente a empresas do mesmo ramo, a distribuição de dividendos estaria compatível com o padrão internacional ou não? E, supondo ter havido alguma excepcionalidade em algum momento, como compreender os motivos que levaram a empresa a remunerar de forma incomum os seus acionistas?

Para tentar responder a essas questões, este trabalho buscará apresentar algumas considerações com o intuito de dar um panorama geral das questões que dizem respeito à indústria petrolífera e do poder econômico e [geo]político que ela tem, tendo a Petrobras como foco; esse panorama está baseado em pesquisa bibliográfica que será de fundamental importância para dar uma ênfase a aspectos que muitas vezes são negligenciados em análises típicas de operadores do mercado financeiro que, aparentemente, dão ênfase a indicadores voltados a acionistas e potenciais investidores. Em seguida, buscar-se-á apresentar alguns dados extraídos das demonstrações contábeis de algumas empresas com o intuito de dimensionar o montante que até então foi distribuído pela companhia.

1.1 CONTEXTUALIZAÇÃO DO TEMA

A partir do ano de 2019, a Petrobras alterou a sua política de dividendos e essa inovação certamente impactou a situação financeira e patrimonial da companhia com base nos seguintes critérios:

“(...) a companhia aprovou em 28 de agosto de 2019 uma nova política de remuneração aos acionistas, cuja principal alteração é a definição de que caso o endividamento bruto consolidado seja: (i) inferior a US\$ 60 bilhões, a companhia poderá distribuir aos seus acionistas 60% da diferença entre o fluxo de caixa operacional e os investimentos em bens de capital (“CAPEX”); (ii) superior a US\$ 60 bilhões, a companhia poderá distribuir aos seus acionistas os dividendos mínimos obrigatórios previstos na lei e no seu estatuto social” (BRASIL, 2020a, p. 103).

Além disso, há também a previsão de que

“Independentemente do seu nível de endividamento, a companhia poderá, em casos excepcionais, realizar o pagamento de dividendos extraordinários, superando o dividendo mínimo legal obrigatório e/ou os valores estabelecidos na política, desde que a sustentabilidade financeira da companhia seja preservada” (BRASIL, 2022a, p. 98).

Tal inovação permitiu que a companhia distribuisse quantias consideráveis de dividendos a seus acionistas – fato esse que teve uma ampla repercussão em vários veículos da imprensa no momento em que isso foi anunciado. Por exemplo, a **Agência Brasil** informou em 28 de julho de 2022 que a empresa propôs para 2021 o montante de R\$ 101,4 bilhões; em 2022, no primeiro trimestre, a Petrobras distribuiu R\$ 48,5 bilhões e no segundo, R\$ 87,8 bilhões, totalizando em R\$ 136,3 bilhões (MÁXIMO; GANDRA, 2022). Ou seja, num espaço de um semestre de 2022, somente em dividendos a Petrobras distribuiu o equivalente a um pouco mais de 1/3 (37,4%) de seu Patrimônio Líquido (PL); tomando por base esse montante de dividendos do primeiro semestre e dividindo-o pelo lucro líquido auferido no mesmo período (R\$ 98,89 bi), de modo a se obter um índice que mede a relação entre os dividendos e o lucro líquido (*pay-out*), a petrolífera remunerou os seus acionistas o equivalente a 137,83% do lucro líquido – para ser mais preciso, isso significa que a empresa destinou em dividendos o equivalente a todo lucro obtido no período e uma parte de períodos anteriores². Em comparação ao ano de 2021, os dividendos distribuídos foram proporcionais a 26% do PL e um índice de *pay-out* de 94,53% (considerando o lucro líquido informado de R\$ 107,26 bi).

Ainda que a companhia argumente que

“A aprovação do dividendo proposto é compatível com a sustentabilidade financeira da companhia no curto, médio e longo prazo e está alinhada ao compromisso de geração de valor para a sociedade e para os acionistas, assim como às melhores práticas da indústria mundial de petróleo e gás natural” (BRASIL apud MÁXIMO; GANDRA, 2022, s/p),

² A matéria em questão data de 28/07/2022. Em 01/03/2023, a Petrobras divulgou os resultados referentes ao quarto trimestre de 2022: ao longo de todo o ano, a companhia teve um lucro líquido de R\$ 189bi, ao passo que o total destinado a dividendos foi de R\$ 215,8bi. Com base nesses números, o *pay-out* foi de 114,17%.

Cabe o questionamento sobre os propósitos da companhia e as implicações que não somente dizem respeito ao impacto que a empresa tem na economia como um todo como também na questão que envolve a capacidade de estabelecer objetivos estratégicos ligados a investimentos em energias renováveis e que se mostram de extrema importância diante das mudanças climáticas.

1.2 OBJETIVO DO ESTUDO

Em linhas gerais, buscar-se-á analisar a distribuição de dividendos da Petrobras entre os anos de 2016 e 2022 a partir da comparação com outras companhias petrolíferas com o intuito de colocá-la em perspectiva. Adicionalmente, visa-se dar um tratamento qualitativo dos dados a partir de um panorama explicitado em pesquisas bibliográficas que procuram abordar os aspectos estratégicos que uma empresa como a Petrobras tem na economia do país.

1.3 IMPORTÂNCIA PRÁTICA DO ESTUDO

Tradicionalmente diz-se que a Contabilidade, a despeito de suas inúmeras formas de definição, *“é a ciência que estuda, registra e controla o patrimônio e as mutações que nele operam os atos e os fatos administrativos, demonstrando no final de cada exercício social o resultado obtido e a situação econômico-financeira da entidade [que pode ser tanto uma pessoa jurídica quanto uma pessoa física ou até mesmo um grupo de entidades que se inter-relacionam]”* (FABRETTI *apud* COELHO & LINS, 2010, p. 43). Assim, espera-se que os trabalhos que a tenham como objeto de estudo busquem produzir conhecimentos que tenham como finalidade o aprimoramento dos meios de registros, controles e formas de evidenciação e análise dos resultados auferidos por uma entidade, assim como abordar temas correlatos (planejamento tributário, Contabilidade aplicada a setores específicos, sistemas de gestão, Contabilidade Gerencial, Contabilidade aplicada ao setor público, entre outros).

O mote deste trabalho, porém, visa valer-se da contribuição da Contabilidade, bem como do legado proveniente das Normas Internacionais de Contabilidade, que permitiram uma harmonização de princípios contábeis e da evidenciação dos resultados

das companhias de capital aberto, e de algumas das técnicas de Análise das Demonstrações Contábeis, de modo a fazer uma avaliação dos dividendos distribuídos pela Petrobras; trata-se, assim, de fazer uso da Contabilidade como instrumento de avaliação de uma política pública. Embora bem específica, ela, por dizer respeito a uma empresa do porte como a Petrobras e do seu papel na economia do país, tem o potencial de afetar a vida de muitas pessoas – tanto no ponto de vista de curto prazo, no que tange à determinação de preço de bens de consumo (preço de insumos alimentares, gás de cozinha, serviços, combustíveis e derivados, tarifas de transporte público e passagens), quanto no de médio e longo prazo, como no caso do comportamento das receitas públicas, nos impactos que uma companhia do porte como a Petrobras tem na economia como um todo e no compromisso que os países do mundo inteiro têm no que diz respeito aos esforços para a transição de geração de energia mais limpa e renovável como alternativa à emergência climática – causada fundamentalmente pela ação do homem na natureza por meio (mas não exclusivamente) da queima de combustíveis fósseis.

Em suma, trata-se de se valer da contribuição da Contabilidade como ciência social aplicada frente a um tipo de atividade em que ela também pode ter uma grande utilidade.

2 REFERENCIAL TEÓRICO

Jesus Junior *et. al.* (2017, p. 380) definem a indústria petrolífera como sendo “(...) um oligopólio internacional formado por grandes empresas muito competitivas, que atuam com escalas elevadas, tecnologia avançada e significativo poder financeiro”.

Historicamente, por ser o petróleo ainda uma matéria prima indispensável para a fabricação de combustíveis e de outros derivados, não demorou muito desde a invenção do motor a combustão que ele passasse a ter um papel predominante na economia e na geopolítica; por muito tempo, sua exploração, produção, refino e distribuição estiveram inicialmente concentradas nos Estados Unidos da América pela *Standard Oil Company* que, mediante uma decisão da suprema corte reconhecendo haver uma prática de monopólio ilegal, acabou sofrendo uma cisão de várias outras empresas e cuja as maiores delas resultaram naquilo que ficou conhecido como as “Sete Irmãs”.

Esse oligopólio adquiriu desde o pós-guerra uma enorme influência na determinação do preço do petróleo até que, com a criação da Organização dos Países Exportadores de Petróleo (OPEP) em meados da década de 60 do século passado, o mercado internacional entrou em choque – tanto em razão de questões de política interna dos países produtores quanto por razões geopolíticas contra os países importadores.

Nos dias de hoje, boa parte das maiores empresas petrolíferas do mundo são compostas de empresas controladas pelos Estados produtores/consumidores que detêm a maior parte das reservas (RICETO & SILVA, 2021) – ainda que algumas dessas empresas tenham sido na origem exclusivamente públicas, com a globalização e ante a necessidade de se prover infraestrutura para a operacionalização de suas atividades, elas passaram (com variações) a ser empresas de economia mista e tendo seus mecanismos de governança modificados de forma a terem, por um lado, maior eficiência econômica, e por outro resguardar a soberania e promover o desenvolvimento local (JESUS JÚNIOR *et. al., idem*). Segundo esses autores:

“Diferentemente de uma empresa privada, as NOCs³ possuem uma restrição orçamentária mais suave, não sendo expostas aos riscos de aquisição e/ou falência. Porém, essas empresas estão sujeitas a pressões políticas em um grau maior. Essas condições básicas têm implicações fundamentais na capacidade de gerenciamento de riscos” (JESUS JÚNIOR *et. al., idem*, p. 318).

Em razão dessa característica específica, *“em alguns casos, as NOCs assumem riscos tecnológicos, que, caso estivessem inseridas num ambiente competitivo, não assumiriam”* (*ibidem*)⁴. Isso porque, além da incerteza que caracteriza o risco, é necessária uma estrutura de capital de grandes proporções para dar cabo a um processo que pode durar vários anos.

O direcionamento de gastos para viabilizar a exploração e produção (E&P) não se encerra nas empresas petrolíferas. Isso porque tais investimentos também atuam

³ Sigla para *Nacional Oil Companies* – companhias nacionais de petróleo (tradução livre).

⁴ Como mencionado pelos autores, os pesados investimentos levados a cabo pela Petrobrás para a exploração e produção do pré-sal, descoberto em 2006, se justificaram em razão de sua posição como um monopólio *de fato* e por sua reduzida restrição orçamentária. Por outro lado, os autores também mencionam, didaticamente falando, o caso das IOCs (*International Oil Companies* – companhias internacionais de petróleo, tradução livre) que, por terem acesso a menores reservas e a buscarem a maximização de lucros, foram estimuladas a buscar maior eficiência operacional, desenvolver tecnologias e diversificar produtos como o gás natural, produtos petroquímicos e atuarem nos setores elétricos e de energia alternativa.

como molas propulsoras na formação das chamadas indústrias para-petrolíferas. Nesse sentido,

“Enquanto o papel das empresas petrolíferas, seja estatal ou privada, é saber onde explorar, desenvolver e produzir petróleo, o papel das para-petrolíferas é fornecer as tecnologias necessárias para executar essas atividades. Anteriormente, grande parte destas tecnologias era desenvolvida pelas petrolíferas. Atualmente, essas funções são realizadas pelas para-petrolíferas, dada a pouca vantagem competitiva com a internalização destas (Nolan; Thurber, 2010)” (JESUS JÚNIOR et. al., idem, p. 383)

De forma geral, essas indústrias são em boa medida (quando não totalmente) dependentes das empresas petrolíferas seja em razão de suas atividades operacionais dependerem da demanda, seja porque a captação de recursos para a execução das atividades muitas vezes é negociada também pelas petrolíferas. Além disso, também são compostas por um amplo conjunto de segmentos de empresas, tais como a indústria naval, metalomecânica, engenharia e construção civil (JESUS JÚNIOR et. al., *ibidem*). Assim, o fomento desses segmentos econômicos, que também pode ser estimulado por intervenção governamental por meio de políticas públicas (como o caso de políticas de conteúdo local em que é exigida a definição de participação mínima de empresas nacionais no oferecimento de bens e serviços, e subvenções de bancos estatais e de fomento), se justifica não somente porque isso pode ajudar a promover do desenvolvimento econômico local, mas também o estímulo de pesquisa e desenvolvimento (P&D) indispensáveis para a promoção de vantagem competitiva e para garantir mais eficiência de recursos; por outro lado, a efetividade da política de conteúdo local não é certo, uma vez que ela pode encarecer os custos de produção a depender da competitividade das empresas nacionais em comparação com a de outros países.

Por fim, cabe salientar o papel geoeconômico que está associado à produção do petróleo:

“A ação geoeconômica de um Estado consiste na adoção de políticas estratégicas com o intuito de proteger sua economia nacional ou nichos específicos, seja na produção ou na comercialização em segmentos sensíveis do mercado global cujo protagonismo oferece ao titular grande influência internacional e contribui para o fortalecimento do seu potencial socioeconômico (Lorot, 1999, p. 15, apud EGLER, 2012, p. 85), aspectos destacados na posição do governo brasileiro à época. Articulava-se para que a exploração dessas novas reservas, mesclando capitais nacionais e estrangeiros, estivesse sob a coordenação da empresa estatal, e ocorresse em ritmo e padrões adequados aos interesses do mercado nacional e internacional, mas também do Estado brasileiro” (RICETO & SILVA, 2021, p. 5).

Com relação ao ponto de vista jurídico, o entendimento segundo o qual se reconhece o interesse público e o papel estratégico da intervenção estatal, conforme o que até aqui foi dito e que fundamentou a criação da Petrobras, está consagrado tanto em nosso ordenamento jurídico (Constituição Federal, especificamente no Inciso XIX do Art. 37 e no Art. 173, na própria definição que a Lei nº 6.404/1976 estabelece às Sociedades de Economia Mista nos Art. 235-240) quanto nas definições dadas pela doutrina jurídica (FIGUEIREDO *apud* PACHECO & MOCCIA, 2018, p. 6):

“(…) as sociedades de economia mista, diferentemente das empresas públicas, congregam capitais públicos e privados e sua criação também deve ser autorizada por lei, tratando-se de cometimento estatal para prestação de serviços públicos ou para intervenção no domínio econômico dentro do confinamento constitucional, revestindo-se de forma de sociedade anônima, mas submissa, em boa parte, em vista do disposto no art. 37 do texto constitucional, ao regime jurídico administrativo”.

Considerada como empresa de economia mista, a Petrobras ratifica sua atuação nos seguintes termos:

*“As atividades econômicas vinculadas ao seu objeto social serão desenvolvidas pela companhia, em caráter de livre competição com outras empresas, segundo as condições de mercado, observados os demais princípios e diretrizes legais, a exemplo da Lei do Petróleo (Lei nº 9.478/97) e da Lei do Gás (Lei nº 14.134/21). **No entanto, a Petrobras poderá ter suas atividades, desde que consentâneas com seu objeto social, orientadas pela União, de modo a contribuir para o interesse público que justificou a sua criação, visando ao atendimento do objetivo da política energética nacional, quando:***

I – estiver definida em lei ou regulamento, bem como prevista em contrato, convênio ou ajuste celebrado com o ente público competente para estabelecê-la, observada a ampla publicidade desses instrumentos; e

II – tiver seu custo e receitas discriminados e divulgados de forma transparente” (BRASIL, 2022, p. 10) (grifo nosso).

A menção aos aspectos que caracterizam o petróleo, a indústria petrolífera e o papel que governos podem ter na gestão delas como instrumento de intervenção

econômica se justifica na medida em que essas considerações permitem uma avaliação mais ampliada do desempenho da Petrobras e ajudam a entender o papel que ela na economia do um país. Contudo, essas considerações, longe de serem exaustivas, precisarão ser suplementadas quando a atenção estiver centrada nos números da companhia.

Em síntese, indubitavelmente a Petrobras tem enorme relevância na economia brasileira; uma parte considerável dos investimentos públicos é destinada a financiar as atividades operacionais da companhia, além do fato de a Petrobras ser uma empresa responsável por garantir boa parte da matriz energética do país. Nesse sentido, a gestão da companhia tem impactos consideráveis na economia como um todo e que, por isso, ela tem um papel fundamental na promoção do interesse público – e isso não somente em razão da comercialização de combustíveis fósseis, mas também pela enorme quantidade de capital necessária para a operacionalização de suas atividades e dos compromissos que o país tem acerca dos impactos ambientais.

3 METODOLOGIA E DESCRIÇÃO DOS RESULTADOS

Os dados das demonstrações contábeis das companhias foram extraídos por intermédio dos números disponibilizados pela plataforma *Refinitiv-Eikon* que agrega dados de companhias que negociam suas ações na bolsa de valores.

O primeiro procedimento para a coleta dos dados foi identificar que variáveis devem ser usadas para atender aos propósitos deste trabalho. Nesse sentido, as variáveis que se mostram as mais úteis foram as seguintes:

Quadro 1 - Variáveis Empregadas para a Coleta de Dados

NOME DO DADO	CÓDIGO DO DADO	DESCRIÇÃO
TOTAL CASH DIVIDENDS PAID, CUMULATIVE	TR.TotalCashDividendsPaid	Total de dividendos pagos, cumulativo
CASH FROM OPERATING ACTIVITIES, CUMULATIVE	TR.CashFromOperatingAct	Entrada de caixa por meio das atividades operacionais, cumulativo
NET INCOME INCL EXTRA BEFORE DISTRIBUTIONS	TR.NetIncome	Lucro Líquido Após Itens Extraordinários
REVENUE	TR.Revenue	Receitas
EQUITY	TR.TotalEquity	Patrimônio Líquido

FONTE: O autor (2023).

Tais variáveis permitiram obter os indicadores de margem líquida (lucro líquido / receitas), retorno sobre o patrimônio líquido (lucro líquido / patrimônio líquido), a relação entre dividendos pagos com o lucro líquido (*Payout*) e o montante de dividendos pagos ao longo do exercício fiscal⁵.

O segundo passo foi determinar quais companhias fizeram parte da análise, bem como a delimitação temporal dos dados, conforme pode se observar no Quadro 2.

⁵ A respeito da variável “TOTAL CASH DIVIDENDS PAID, CUMULATIVE”, cumpre esclarecer o seguinte. Trata-se de uma variável que representa o fluxo de caixa referente ao montante pago a título de dividendos num determinado período. No entanto, a comparação dos dividendos com o lucro líquido talvez fosse mais adequada não por meio da quantidade paga de dividendos ocorrida ao longo de um exercício financeiro, mas pelo total anunciado que as companhias informam que pretendem distribuir ao longo do exercício seguinte – até para que a comparação seja justa na medida em que se está comparando dois dados referentes ao mesmo exercício fiscal (em consonância com o Princípio de Competência). Esse ponto está sendo levado em consideração neste trabalho. Contudo, não foi possível fazer o levantamento dos valores que as companhias anunciaram que pretendiam distribuir no exercício seguinte; isso porque se constatou que a variável referente a esse dado não apresenta fidedignamente os valores efetivamente anunciados pelas companhias (isto é, aparentemente esse dado não está adequadamente indexado na plataforma *Refinitiv-Eikon*). Uma possível razão dessa discrepância se deve ao fato de essa informação não constar nas demonstrações contábeis apresentadas para a bolsa de valores dos EUA (20-f), mas nos relatórios de administração.

Quadro 2 - Relação das Companhias Usadas para a Análise dos Dados

Identificador	Nome da Companhia	País de Origem	Natureza Jurídica
PETR4.SA	Petroleo Brasileiro SA Petrobras	Brasil	Sociedade de Economia Mista
YPFD.BA	YPF SA	Argentina	Sociedade de Economia Mista
ANTARCHILE.SN	Antarchile SA	Chile	Sociedade Anônima Aberta
600028.SS	China Petroleum & Chemical Corp	China	Sociedade de Economia Mista
601857.SS	PetroChina Co Ltd	China	Sociedade de Economia Mista
TTEF.PA	TotalEnergies SE	França	Sociedade Anônima Aberta
ENI.MI	Eni SpA	Itália	Sociedade de Economia Mista
EQNR.OL	Equinor ASA	Noruega	Sociedade de Economia Mista
2222.SE	Saudi Arabian Oil Co	Arábia Saudita	Sociedade de Economia Mista
BP.L	BP PLC	Reino Unido	Sociedade Anônima Aberta
SHELL	Shell PLC	Reino Unido	Sociedade Anônima Aberta
CVX.N	Chevron Corp	EUA	Sociedade Anônima Aberta
XOM.N	Exxon Mobil Corp	EUA	Sociedade Anônima Aberta

FONTE: O autor (2023).

A escolha dessas companhias se justifica (1) pelo fato de essa relação integrar as oito maiores companhias petrolíferas do ocidente em 2018 (MAMONA, 2018), incluindo a Petrobras, além de (2) abranger um número considerável de companhias instaladas em diversas localidades do mundo (três situadas na América Latina, duas na Ásia, uma no Oriente Médio, cinco na Europa e duas na América do Norte). Salienta-se que o elenco dessas empresas não se baseou num método de amostragem probabilística que poderia conferir mais imparcialidade ao recorte da amostra, mas por um critério de conveniência: ainda que não probabilística, essa amostragem, por contar com empresas

que são *incontestavelmente* as maiores do ramo e situadas em várias localidades do mundo, se mostra adequada aos fins deste trabalho.

Quanto à delimitação da abrangência dos dados, optou-se fazer uma série histórica dos dados dos últimos sete anos (2016-2022). Entende-se que essa delimitação possa abrigar um tempo considerável de eventuais mudanças de gestão nas respectivas companhias. No caso específico da Petrobras, essa abrangência tem a vantagem de levar em consideração (1) a implementação do Preço de Paridade de Importação (PPI) a partir de 2016 e (2) a nova política de distribuição de dividendos implementada no ano de 2019.

De posse de quais variáveis, companhias e delimitação temporal dos dados, o passo seguinte foi a coleta dos dados. Eis o modo pelo qual eles foram obtidos.

A imagem constante no **ANEXO 1** é a tela inicial da instância “*SCREENER*” em que, a partir da determinação de critérios definidos pelo usuário, é possível fazer a busca das companhias que integram a base de dados do *Refinitiv-Eikon*. No caso, para localizar os dados referentes à Petrobras e às demais companhias, foram empregados os seguintes critérios:

- Universo: Companhias Públicas e Privadas;
- Descrição da Indústria: ramo de energia>todas as opções que contenham o ramo de petróleo e gás;
- País de Origem: Brasil (no caso da Petrobras); nas demais companhias, foram selecionados os países-sede dessas mesmas companhias;
- Receita Total: acima de US\$ 10.000.000.000,00 – nesse caso, trata-se de uma quantia aleatória e suficientemente grande para permitir a eliminação de companhias de menor porte.

Como a busca principiou pela Petrobras, a determinação dos critérios acima descritos fez com que o *SCREENER* apresentasse quatro companhias. Nesse caso, selecionou-se a opção “PETR4.SA”.

Feita a busca, o passo seguinte foi extrair os dados. Como já se determinou quais variáveis seriam levadas em consideração neste trabalho (ver Quadro 1), o

procedimento foi fazer a inclusão das colunas relativas a essas variáveis conforme a imagem constante no **ANEXO 2**.

Nesse caso, a primeira variável que foi selecionada foi a que dizia respeito aos valores pagos a título de dividendos – que na plataforma tem o nome “TOTAL CASH DIVIDENDS PAID, CUMULATIVE”. Em seguida, como se está diante de dados em série, optou-se por selecionar o campo “*Series*” e escolher os últimos sete anos; em se tratando do câmbio, optou-se pela padronização do dólar estadunidense.

Em seguida, com a obtenção dos dados, o passo seguinte foi fazer a exportação desses dados em planilhas eletrônicas, tal como está evidenciado na imagem constante no **ANEXO 3**.

Para a obtenção das planilhas, foi feita a seleção da “PETR4.SA” e, no botão correspondente ao ícone do Microsoft Excel (em destaque verde no campo superior direito), foi solicitada a exportação da seleção em valores absolutos.

Assim se procedeu com relação às demais companhias e às demais variáveis.

Eis, pois, a descrição do meio pelo qual os dados foram obtidos. A partir de agora, a atenção será dada aos resultados obtidos.

4 APRESENTAÇÃO DOS RESULTADOS

Um ponto de partida fundamental para a presente análise é a coleta de dados para a elaboração de uma série histórica do montante pago de dividendos entre os anos de 2016-2022 levada a cabo pelas companhias que compõem a amostra. Os resultados iniciais são os seguintes:

Tabela 1 - Total de Dividendos Pagos (Em Milhões de Dólares Estadunidenses)

Nome	Origem	2022	2021	2020	2019	2018	2017	2016
Petrobrás	BRA	36.738,55	12.953,16	1.195,49	1.863,15	610,25	0,00	0,00
YPF	ARG	0,00	0,00	0,00	38,42	31,90	38,51	56,07
Antarchile	CHL	403,90	879,20	100,52	427,97	383,24	276,80	240,33
China P&C	CHI	9.653,48	6.448,10	5.975,63	16.069,55	23.455,17	5.874,92	3.434,11
Petrochina	CHI	9.711,77	8.294,42	6.862,53	6.824,96	6.801,11	6.027,39	3.993,37
Total	FRA	9.986,00	8.228,00	6.688,00	6.641,00	4.913,00	2.643,00	2.661,00
ENI	ITA	3.220,25	2.680,58	2.399,85	3.383,18	3.387,93	3.454,85	3.028,81
Equinor	NOR	5.380,00	1.797,00	2.330,00	3.342,00	2.672,00	1.491,00	1.876,00
Saudi Aramco	ARA	74.878,36	74.938,73	69.621,22	73.154,53	57.986,08	0,00	0,00
BP	RUN	4.358,00	4.304,00	6.340,00	6.946,00	6.699,00	6.153,00	4.611,00
Shell	RUN	7.405,00	6.253,00	7.424,00	15.198,00	15.675,00	10.877,00	9.677,00
Chevron	EUA	10.968,00	10.179,00	9.651,00	8.959,00	8.502,00	8.132,00	8.032,00
Exxon Mobil	EUA	14.939,00	14.924,00	14.865,00	14.652,00	13.798,00	13.001,00	12.453,00
Mediana		9.653,48	6.448,10	6.340,00	6.824,96	6.699,00	3.454,85	3.028,81

Fonte: Dados da pesquisa (2023).

É certo que a mera evidenciação dos totais pagos a título de dividendos pelas companhias não é condição suficiente para os propósitos deste trabalho – embora desde já se possa chamar a atenção aos valores de 2021 e 2022: no primeiro caso, a Petrobras foi a terceira empresa que mais distribuiu dividendos em termos absolutos, abaixo apenas da Exxon Mobil e da Saudi Aramco, e, 2022, a segunda (atrás apenas da Saudi Aramco). Assim sendo, é de fundamental importância a comparação desses valores com outras medidas para a determinação de outras perspectivas⁶ - comparação essa que foi bastante influenciada por Marion (2012).

⁶ Além disso, cumpre chamar a atenção ao fato de que, em que pese todas as companhias terem como finalidade a exploração de combustíveis fósseis (especificamente de petróleo e gás), elas se diferenciam pelo seu tamanho, pelo país-sede em que suas matrizes estão localizadas, pelo modo com o qual elas são impactadas pelas oscilações do preço internacional do barril de petróleo (assim como as oscilações de câmbio), pela sua natureza jurídica e pelas suas políticas internas (como o caso de políticas de formação

Vejamos a seguir a taxa de retorno do Patrimônio Líquido:

Tabela 2 - Taxa de Retorno Sobre o Patrimônio Líquido

Nome	Origem	2022	2021	2020	2019	2018	2017	2016
Petrobrás	BRA	51,9391%	27,5394%	2,3047%	13,5809%	9,2989%	-0,1689%	-5,9241%
YPF	ARG	15,6160%	0,0306%	-10,2844%	-6,2798%	10,7497%	8,1027%	-23,7775%
Antarchile	CHL	12,3741%	17,5270%	1,9302%	1,8949%	9,9062%	6,0207%	5,1759%
China P&C	CHI	8,4399%	9,1869%	4,4522%	409,6502%	8,7824%	7,0291%	6,5170%
Petrochina	CHI	10,9067%	7,2923%	1,5634%	3,7123%	4,3680%	1,9093%	0,6642%
Total	FRA	18,3721%	14,3481%	-6,9835%	9,6482%	9,8980%	7,7369%	6,2789%
ENI	ITA	25,3602%	13,0994%	-23,0790%	0,3094%	8,0877%	7,0248%	-2,7603%
Equinor	NOR	53,2452%	21,9585%	-16,2666%	4,4799%	17,5374%	11,5150%	-8,3314%
Saudi Aramco	ARA	41,2181%	35,4997%	18,6634%	31,9609%	40,9327%	34,8013%	6,6726%
BP	RUN	-3,6816%	10,0248%	-28,4982%	4,0910%	9,4355%	3,4409%	0,1207%
Shell	RUN	22,2127%	11,6889%	-13,9592%	8,4955%	11,7556%	6,6769%	2,4512%
Chevron	EUA	22,2655%	11,2356%	-4,2092%	2,0276%	9,5915%	6,2076%	-0,3414%
Exxon Mobil	EUA	28,5774%	13,6673%	-14,2794%	7,4824%	10,8658%	10,5015%	4,6855%
Mediana		22,2127%	13,0994%	-6,9835%	4,4799%	9,8980%	7,0248%	0,6642%

Fonte: Dados da pesquisa (2023).

Em linhas gerais, a taxa de retorno sobre o Patrimônio Líquido (PL) é um índice que busca medir o retorno do capital dos acionistas – e o faz por meio da relação entre o lucro líquido da companhia e o valor do Patrimônio Líquido, isto é, o capital próprio. Nota-se que a Petrobras, na comparação com as outras doze empresas, obteve alguns dos piores resultados em termos da taxa de retorno do PL nos anos de 2016 a 2018. Porém, a partir de 2019, a situação se inverteu: nesse ano, a companhia foi a terceira com a maior taxa de retorno (perdendo apenas para a Saudi Aramco e China P&C); em 2020, foi a terceira com a maior taxa (atrás da Saudi Aramco e da China P&C), em que pese a conjuntura desfavorável que fez desabar os indicadores de todas as empresas aqui analisadas – e isso pode ser constatado por meio da mediana da taxa de retorno do PL que foi de -6,98% (ver **APÊNDICE 7**); em 2021, passou a ser a segunda com a maior taxa (superada apenas pela Saudi Aramco) e, em 2022, foi a segunda com a maior taxa (ficando atrás apenas da norueguesa Equinor).

de preço, políticas de dividendos ou políticas de investimento); especificamente no caso de companhias estatais/de economia mista, também é preciso levar em consideração que elas estão invariavelmente sujeitas a interferências governamentais e que devem servir a outros propósitos para além do lucro (leia-se, atender ao interesse público). Não se pretende aqui esgotar todas essas as condicionantes, mas apenas fazer uso de algumas delas com vistas a uma aproximação inicial de uma análise que se distingue em parte das análises fundamentalistas tradicionais (embora em alguma medida ela incorpore dela alguns indicadores).

Com relação ao *payout*, determinado pela relação entre o valor de dividendos distribuídos com o Lucro Líquido (ver a nota de rodapé nº 4), os resultados foram os seguintes:

Tabela 3 - Relação Dividendo / Lucro Líquido ("*Payout*")⁷

Nome	Origem	2022	2021	2020	2019	2018	2017	2016
Petrobrás	BRA	103,1180%	67,6426%	87,3523%	18,6561%	9,1858%	0,0000%	0,0000%
YPF	ARG	0,0000%	0,0000%	0,0000%	-6,7506%	3,1078%	5,8023%	-3,1484%
Antarchile	CHL	43,6782%	73,7437%	77,9672%	337,2198%	57,0737%	69,3647%	73,7730%
China P&C	CHI	100,4223%	57,5202%	117,1921%	3,6906%	255,6167%	74,7745%	51,3681%
Petrochina	CHI	44,8428%	57,1684%	235,6489%	104,0217%	88,1784%	172,0528%	350,9620%
Total	FRA	48,6505%	51,3224%	-92,3502%	58,9420%	42,9233%	30,6222%	42,9471%
ENI	ITA	21,6677%	40,5085%	-22,7562%	2039,1892%	71,5948%	85,3586%	-196,7896%
Equinor	NOR	18,7156%	20,9783%	-42,2868%	181,3348%	35,4565%	32,4837%	-64,2026%
Saudi Aramco	ARA	47,1050%	71,1799%	141,2370%	82,9428%	52,2590%	0,0000%	0,0000%
BP	RUN	-175,2312%	56,8936%	-31,2238%	172,5286%	71,3951%	181,5580%	4009,5652%
Shell	RUN	17,5022%	31,1079%	-34,2435%	95,9349%	67,1249%	83,8175%	211,5191%
Chevron	EUA	30,9263%	65,1456%	-174,1115%	306,3953%	57,3529%	88,4394%	-1616,0966%
Exxon Mobil	EUA	26,8012%	64,7743%	-66,2433%	102,1757%	66,2092%	65,9614%	158,8393%
Mediana		30,9263%	57,1684%	-22,7562%	102,1757%	57,3529%	69,3647%	42,9471%

Fonte: Dados da pesquisa (2023).

Os dados acima mostram que a série histórica do *payout* mostrou um comportamento parecido com a da taxa de retorno do Patrimônio Líquido. A Petrobras obteve índices de *payout* bastante inferiores com relação às demais companhias até o ano de 2019⁸. Contudo, em 2020, a petrolífera brasileira foi a quarta empresa que mais distribuiu dividendos na proporção com o seu lucro líquido (o equivalente a 87,35% do lucro, perdendo para a China P&C, a Saudi Aramco e Petrochina que distribuíram, respectivamente, o equivalente a 117,19%, 141,23% e 235,65% dos seus lucros); em 2021, a Petrobras distribuiu em dividendos o equivalente a 67,64% do seu lucro (ficando atrás da Saudi Aramco, 71,18%, e da Antarchile, 73,74%); em 2022, a Petrobras

⁷ O leitor notará alguns dados aparentemente "estranhos", como um percentual superior a 100% ou a percentuais negativos. No primeiro caso, isso se deve em razão de a empresa ter pagado dividendos provenientes de lucros retidos de exercícios anteriores; já os percentuais negativos referem-se a casos em que a empresa, embora tenha apresentado prejuízo, ainda assim pagou dividendos aos acionistas; nesse caso, é possível que a distribuição de dividendos tenha sido feita de forma antecipada, se ela refere-se a exercícios anteriores ou a uma política de dividendos da companhia que estabeleça um critério que não dependa necessária e exclusivamente do resultado econômico.

⁸ A Petrobras não anunciou distribuição de dividendos nos anos de 2014 a 2017.

foi a empresa que mais distribuiu dividendos na proporção de seu lucro – o equivalente a 103,12%.

Por fim, vale a pena conferir qual foi a proporção entre o total pago de dividendos com o total de caixa gerado pelas atividades operacionais (AO):

Tabela 4 - Relação Dividendo / Geração de Caixa Proveniente de Atividades Operacionais

Nome	Origem	2022	2021	2020	2019	2018	2017	2016
Petrobrás	BRA	76,0346%	35,5213%	4,1923%	7,3581%	2,4706%	0,0000%	0,0000%
YPF	ARG	0,0000%	0,0000%	0,0000%	1,0592%	0,9596%	0,9956%	1,8130%
Antarchile	CHL	29,1862%	47,4348%	5,2828%	44,7430%	22,0974%	17,2750%	15,8062%
China P&C	CHI	57,2655%	18,1899%	23,1373%	72,8250%	91,6972%	20,0194%	11,1134%
Petrochina	CHI	17,0110%	15,4295%	14,0557%	13,2126%	13,2371%	10,6956%	10,4556%
Total	FRA	21,0822%	27,0569%	45,1800%	26,9030%	19,8883%	11,8419%	16,1068%
ENI	ITA	17,2337%	18,3345%	40,7507%	24,3682%	21,6458%	28,4473%	33,6683%
Equinor	NOR	15,3119%	6,2361%	22,4340%	24,3072%	13,5676%	10,0730%	20,7660%
Saudi Aramco	ARA	40,2947%	53,8279%	91,5481%	65,8749%	47,9391%	0,0000%	0,0000%
BP	RUN	10,6469%	18,2280%	52,1296%	26,9538%	29,2878%	32,5022%	43,1297%
Shell	RUN	10,8238%	13,8635%	21,7681%	36,0330%	29,5281%	30,5105%	46,9415%
Chevron	EUA	22,1120%	34,8751%	91,2452%	32,8000%	27,7680%	39,9843%	63,2939%
Exxon Mobil	EUA	19,4526%	31,0083%	101,3431%	49,3068%	38,3129%	43,2415%	56,3943%
Mediana		19,4526%	18,3345%	23,1373%	26,9538%	22,0974%	17,2750%	16,1068%

Fonte: Dados da pesquisa (2023).

É possível notar que, à exceção dos anos de 2016 e 2017 em que não ocorreram desembolsos a título de dividendos, a Petrobras, nos anos de 2018 a 2020, só não pagou a menor proporção de dividendos com a geração de caixa das AO do que a argentina YPF: respectivamente, a companhia brasileira pagou 2,47%, 7,36% e 4,19% da geração de caixa operacional a título de dividendos, ao passo que a YPF pagou 0,96%, 1,06% e 0,00%. Por outro lado, em 2021 a Petrobras pagou pouco mais de 1/3 da geração de caixa operacional em dividendos (35,52%, o que corresponde a menos do que a Antarchile, 47,43%, e a Saudi Aramco, que pagou o equivalente a 53,83%). Em 2022, a Petrobras distribuiu em dividendos o equivalente a 76,03% da geração de caixa operacional – o que lhe conferiu ser a empresa que mais pagou dividendos em comparação com a geração de caixa das suas atividades operacionais; nesse aspecto, a segunda colocada, a China P&C, pagou em dividendos o equivalente a 57,27% e a Saudi Aramco, 40,29%.

Em razão dos propósitos deste trabalho, os dados até aqui evidenciados permitiriam, em princípio, ser capazes de traçar algumas considerações a respeito dos rumos que Petrobras percorreu nos últimos anos. No entanto, entende-se que a análise desses dados deve ser suplementada por intermédio de considerações que possam oferecer um contexto mais amplo em torno da trajetória da empresa – considerações essas que perpassam o marco temporal da análise, mas que são de extrema importância.

Iniciemos com a taxa de retorno sobre o Patrimônio Líquido. Em primeiro lugar, é preciso chamar a atenção que a descoberta do pré-sal, em 2006, em razão do seu enorme potencial exploratório⁹, exigiu por parte da companhia expressivos investimentos – entre 2010 a 2014, os investimentos chegaram a mais de US\$ 200 bilhões (RICETO & SILVA, 2021); por sua vez, tais investimentos exigiram da empresa uma maior geração de caixa (geração essa em boa medida feita por meio de vultosos empréstimos, emissão de títulos de dívida e venda de ativos), ou seja, um maior endividamento (na sua maioria por meio de financiamentos em moeda estadunidense¹⁰). Em segundo lugar, a Petrobras passou a estar no cerne da Operação Lava-Jato – que consistiu em investigações levadas a cabo pelo Ministério Público Federal (MPF) a respeito de esquemas de superfaturamento de contratos, fraudes em licitações e propinas pagas a diretores e outros agentes públicos (RICETO & SILVA, *idem*). É difícil elencar e estimar com alguma precisão todos os impactos da operação não somente à empresa propriamente dita como também na economia brasileira¹¹, mas,

⁹ Os autores chamam a atenção que, segundo dados da Pré-Sal Petróleo, empresa pública vinculada ao Ministério de Minas e Energia, entre maio de 2015 a maio de 2020 a produção de petróleo no pré-sal aumentou 158%; além disso, a produção nesses campos no período respondeu a aproximadamente 68% da produção total brasileira.

¹⁰ Para se ter uma ideia, tomando como exemplo o ano de 2014, os financiamentos em moeda estadunidense compunham quase 2/3 de todos os financiamentos contratados pela empresa (BRASIL, 2015).

¹¹ Segundo reportagem da **Gazeta do Povo** em 11 de fevereiro de 2018 (KADANUS, 2018), a companhia reconheceu em seus relatórios prejuízos que chegam a R\$ 6,4bi em razão das investigações levadas a cabo pela Operação Lava-Jato. Esse valor é próximo com os valores já ressarcidos ao caixa da empresa que, até o ano de 2021, totaliza em R\$ 6,2bi (BRASIL, 2022a). Por outro lado, ainda segundo a reportagem, laudo da Polícia Federal (PF), baseado em contratos firmados entre a petrolífera com outras empresas cartelizadas de 2004 a 2014, aponta prejuízos que podem chegar até R\$ 42bi. Já no que diz respeito aos impactos da operação na economia brasileira, o jornal **Poder360** (PODER360, 2021) informa que uma pesquisa feita pelo Departamento Intersindical de Estatística e Estudos Econômicos (DIEESE) estimou que, entre os anos de 2014 a 2017, R\$ 172,2bi deixaram de ser investidos no país por parte da Petrobras e do setor de construção civil, além de 4,4 milhões de empregos perdidos e R\$ 47,4bi em tributos que deixaram de ser recolhidos aos cofres públicos. A estimada perda, segundo a pesquisa, equivale a 3,6% do PIB de 2014 a 2017.

em síntese, pode-se dizer que a divulgação de casos de corrupção minou a reputação e a confiança da empresa, o que acabou por afastar fundos de investimentos e potenciais investidores, além de fazer cair o valor de mercado das ações e gerar um contencioso por parte de acionistas minoritários que se sentiram prejudicados após a revelação das denúncias. Os prejuízos, porém, não se limitaram a apenas à estatal; toda a cadeia de produção e distribuição de petróleo e derivados, como a indústria naval, construção civil e engenharia, foi duramente afetada (em que pese algumas delas, do ramo da construção civil, também ter envolvimento nas fraudes). Em terceiro lugar, o preço do barril de petróleo, que vinha se estabilizando próximo de US\$ 100,00 até setembro de 2014, começou a declinar – chegando a custar US\$ 45,13 em janeiro de 2015; após um leve aumento até meados de maio de 2015, o barril passou a valer US\$ 43,84 em agosto de 2015 e US\$ 26,01 em janeiro de 2016 (IPEADATA, s/d), o que afetou significativamente o desempenho econômico-financeiro da empresa; para agravar esse cenário, antes da implementação de uma nova política de preços que entraria em vigor em 2016, o governo federal buscou controlar o preço dos combustíveis de maneira a diminuir os impactos inflacionários e as oscilações da cotação internacional de derivados, fazendo a Petrobras arcar com a defasagem de preços. Em quarto lugar, Riceto & Silva (*idem*) também apontam a desvalorização do Real frente ao Dólar, encarecendo parte do combustível importado pela Petrobras e, principalmente, tornando o serviço da dívida (amortização e juros) mais dispendioso. Por fim, em quinto lugar, a conjuntura desfavorável (em parte refletida nos fatores listados acima) contribuiu para que a Petrobras reconhecesse uma sensível redução de valor de seus ativos (*impairment*) (BRASIL, 2015): entre 2014 a 2016, o reconhecimento de tais perdas chegou mais de R\$ 112 bilhões (equivalente a aproximadamente 12% das vendas ocorridas no mesmo período).

Essas considerações ajudam a explicar um contexto de dificuldades (se não no médio e longo prazo, ao menos no curto prazo) que a Petrobras vinha lidando até 2016 – o que explica em boa medida o baixo desempenho nos anos seguintes quando comparada com outras empresas petrolíferas. A partir daí, ocorreram mudanças na atuação da Petrobras na exploração do pré-sal e na diretoria da companhia. Em outubro de 2016, foi aprovado o Preço de Paridade de Importação (PPI) na venda de combustíveis produzidos pelas refinarias: trata-se de uma política que atrela os preços

de combustíveis aos do mercado internacional, isto é, como se o preço de venda do combustível aqui produzido fosse composto como se importado fosse (incluindo custos de frete naval, seguro naval, taxa de câmbio, impostos de importação e taxas aduaneiras)¹²; em novembro de 2016, foi sancionada a Lei do Marco Regulatório do Pré-Sal por intermédio da Lei nº 13.365/2016, fazendo com que a Petrobras perdesse a exclusividade de operar consórcios de exploração nesses campos (RICETO & SILVA, *idem*). Além disso, muitos ativos estratégicos, como a BR Distribuidora, participações e sistemas logísticos de gasodutos e de consórcios de exploração, foram vendidos, além da refinaria de Pasadena, que foi comprada pela estadunidense Chevron (*idem*). Segundo Riceto & Silva (2021, p. 13-14):

“O que vem ocorrendo nos últimos anos, em especial desde as alterações no Marco Regulatório de 2010, é uma guinada na perspectiva da empresa como a redução radical de investimentos, a venda de ativos, deixando de ser uma companhia integrada, bem estruturada no sistema ‘do poço ao posto’, para uma empresa dependente da importação de derivados, tecnologias e que está concentrando sua atuação no setor de exploração e produção, além de abdicar de setores estratégicos e lucrativos como o refino e comércio de derivados”.

Embora a partir de 2018 a taxa de retorno do Patrimônio Líquido tenha começado a recuperar percentuais mais elevados, com exceção do ano de 2020 (muito em razão da redução da atividade econômica ocasionada pela crise sanitária do novo Coronavírus), foi em 2021 e 2022 que a companhia atingiu índices surpreendentes. Segundo o comentário dos administradores da estatal:

“Em 31 de dezembro de 2021, o lucro líquido atingiu R\$ 106,7 bilhões, um aumento de 1.401% em relação a 2020. Esse aumento expressivo se deve principalmente à alta de 77% do preço do Brent em reais no período, aliado a maiores volumes de venda no mercado interno e melhores margens de derivados. Além disso, houve reversão de impairment de R\$ 16,9 bilhões, comparado a um impairment de R\$ 34,3 bilhões em 2020” (BRASIL, 2022b, p. 2).

Em 2022, o desempenho econômico foi ainda maior do que em 2021. Nas Notas Explicativas apresentadas pela petrolífera (BRASIL, 2023a), o aumento de receita (41,66% a mais em relação a 2021) foi impulsionado por um maior volume de vendas de

¹² Em comunicado de Fato Relevante datado de 16 de maio de 2023, a Petrobras informa que a sua Diretoria Executiva aprovou, em 15 de maio de 2023, a estratégia comercial de preço de Diesel e gasolina em substituição ao PPI.

Diesel, Gasolina e Petróleo (tanto no mercado interno quanto no exterior); também vale mencionar uma redução significativa do resultado financeiro líquido (R\$ 19,3bi ante os R\$ 59,26bi em 2021 – uma redução de 67,5%).

Dessa forma, a atual política de distribuição de dividendos e dos resultados bastante favoráveis auferidos em 2021 e 2022 permitiram à companhia que fosse realizada a maior distribuição de dividendos da sua história^{13 14}.

Em síntese, pode-se dizer que os dados aqui apresentados, juntamente com as considerações que ajudam a colocar o desempenho da Petrobras em perspectiva nos últimos anos, mostram uma virada de rumo. Em linhas muito gerais, no que diz respeito ao desempenho econômico e financeiro, mudanças internas, como a implementação de uma nova política de preços, o ganho de produtividade proveniente dos investimentos no pré-sal e a descontinuidade de alguns setores de refinaria e distribuição de combustíveis e gás (desinvestimentos), e a conjuntura internacional, como aumentos do preço internacional do petróleo e de derivados, ajudaram em boa medida a fazer com que a estatal obtivesse resultados impressionantes, sobretudo nos anos de 2021 e 2022. Especificamente sobre a distribuição de dividendos, pode-se dizer que o desempenho econômico-financeiro, além da introdução de uma nova política de dividendos a partir de 2019, foram determinantes para que a Petrobras fosse uma das empresas com os maiores índices de *payout* do mundo nos anos subsequentes (juntamente com outras gigantes do ramo como a Petrochina, a China P&C e a Saudi Aramco).

Tais resultados também estão relacionados com um novo tipo de estratégia de gestão implementada a partir da nova presidência da estatal que assumiu em 2019. No **Relatório de Administração** relativo ao ano de 2019, o então presidente da Petrobras, Roberto Castello Branco, apresenta uma nova estratégia que, fundamentalmente, está ancorada na busca pela maximização de retorno sobre o capital empregado / geração de valor:

¹³ Sobre a composição dos dividendos de 2021 e 2022 expostas em Notas Explicativas, ver, respectivamente, **ANEXOS 4 e ANEXO 5**.

¹⁴ Importante destacar que tanto em 2021 quanto em 2022 o Conselho de Administração da Petrobras aprovou a antecipação de dividendos. Em 2021, o montante antecipado foi de R\$ 63,4bi; em 2022, o valor antecipado foi de R\$ 180bi.

*É com satisfação que compartilho com todos o resultado de um ano de trabalho intenso caracterizado pela implementação de uma nova estratégia para a Petrobras, baseada em agenda transformacional sustentada por cinco pilares: **maximização do retorno sobre o capital empregado**, redução do custo do capital, busca incessante por custos baixos, meritocracia e respeito às pessoas e ao meio ambiente e foco na segurança das operações.*

(...)

Não se trata de discutir se a Petrobras será maior ou menor no futuro. Nossa meta é que no futuro seja muito melhor, a melhor em geração de valor no mundo. Não há downsizing, buscamos o smartsizing.

(...)

Nosso Conselho de Administração aprovou um plano efetivo de remuneração variável com metas baseadas em geração de valor. Os bônus referentes a 2019 serão distribuídos após a Assembleia Geral de Acionistas. Ao mesmo tempo, foi implantado um programa de EVA (economic value added) que começará a ser aplicado em 2020 (...) (BRASIL, 2020b, 1-3) (grifo nosso)

A evidenciação da visão do presidente da Petrobras apresentada no Relatório da Administração em 2019 não foi, a partir dos resultados que foram aqui apresentados, uma “carta de intenções” ou acidental. Há, no campo da Economia, leituras interpretativas a respeito dos pressupostos que aparentemente estão sendo assumidos pela então gestão da presidência da empresa (assim como a de um de seus antecessores, Pedro Parente) e que vale a pena mencionar, ainda que de maneira incipiente, breves considerações a respeito.

Segundo Mazzucato (2019), atribui-se a Milton Friedman a ideia de que a maximização dos lucros em prol dos acionistas era um dos fundamentos do desenvolvimento econômico e que a razão para a desaceleração de muitas economias dos EUA e de outros países nos anos 1970 era porque esse princípio não estava sendo respeitado. Nesse período, um artigo de sua autoria a respeito do assunto ajudou a criar uma literatura acadêmica conhecida como “teoria da agência” desenvolvida por Michael Jensen e William Meckling. Jensen veio da Universidade de Chicago, ambiente em que as ideias de livre-mercado eram bastante difundidas; junto com Meckling, que assim como seu colega também foi aluno de Friedman, eles trabalharam em conjunto no sentido de explicar como seria possível implementar as ideias de seu mestre. Segundo eles, diante da incompatibilidade na busca de interesses entre gerentes (agentes), que não estavam sendo disciplinados por meio de mercados financeiros competitivos ou por produtos do mercado, e seus chefes, que tinham dificuldades de responsabilizá-los por alocar recursos de forma equivocada (ou contrária a seus interesses), a única maneira de fazer com que os gestores se comportassem de maneira compatível com os interesses dos

acionistas era fortalecer o “mercado”, que seria a pedra de toque (suficientemente neutra e objetiva, argumenta-se) do desempenho – e que pode em alguma medida ser refletida no preço da ação ou em algum indicador (como o lucro por ação ou o dividendo por ação, por exemplo). Dessa forma, entende-se que gestores tendem a ser estimulados a tomar decisões calcadas no sentido de maximizar o retorno do capital investido pelos acionistas em detrimento daquelas que, embora no curto prazo comprometam ou retardem o retorno no curto prazo, são imprescindíveis para o desempenho da empresa no longo prazo.

Com base nesta linha argumentativa, segue-se que é *possível* que decisões que somente levem em conta a maximização de valor do acionista e de efeito curto-prazista podem comprometer não somente a rentabilidade e a aumentar o endividamento da empresa, mas também a reduzir a geração de valor a outras partes interessadas (funcionários, clientes, fornecedores, governos e meio-ambiente), além de outras consequências que vão desde o desincentivo a inovação até o incentivo para o cometimento de fraudes e de corrupção, o que por sua vez coloca sérios desafios quanto à eficácia dos mecanismos de controle tanto internos, como *compliance* e auditoria interna, quanto externos, como o trabalho de jornalismo investigativo, auditorias independentes, fiscalização de órgãos de controle e do Fisco.

Por outro lado, pode-se argumentar que a maximização do valor ao acionista é justa na medida em que estes são os únicos a assumirem o ônus de investir em empreendimentos que não têm um retorno necessariamente garantido, ao contrário de outros *stakeholders*, e que é justo que haja a apropriação do excedente de capital. Todavia, se por um lado é legítimo que haja expectativas favoráveis de retorno do investimento e que é importante reconhecer o papel do acionista, por outro também é verdade que, sem o envolvimento de funcionários, fornecedores, da comunidade envolta às instalações e até mesmo governos, dificilmente uma empresa pode ser bem-sucedida. Além do mais, a afirmação de que o acionista é o único a não ter uma garantia de retorno não é totalmente verdadeira: por exemplo, funcionários podem ser incentivados a obter uma melhor formação ou se aperfeiçoarem, mas tais esforços não são *condição suficiente* para a garantia de estabilidade ou promessa de melhores salários; da mesma forma, governos podem promover pesquisa básica ou de tecnologia por meio de financiamento

público, mas o resultado dessas pesquisas, além de incertos e caros, podem levar muitos anos para que os benefícios sejam efetivados.

Assim sendo, seria possível compreender a governança da Petrobras nos últimos anos da seguinte maneira. Diferentemente da perspectiva de “reter e reinvestir”, a condução da companhia, fortemente influenciada nos princípios da MVA assumidos pelo seu então presidente e de um dos seus dois antecessores¹⁵, esteve direcionada na perspectiva de “reduzir e distribuir”, em que os negócios da companhia ficam restritos a um determinado foco (exploração e produção) e o fluxo de caixa livre é distribuído aos seus acionistas. Dessa forma, a medida de eficiência orientada sob esse tipo de governança não esteve baseada na primazia do interesse público (o fim de uma empresa pública ou, ao menos em alguma medida, de uma Sociedade de Economia Mista no caso da Petrobras), mas na capacidade de a empresa ser capaz de distribuir dividendos e de gerar valor por intermédio da negociação de suas ações na bolsa – e essa medida está em consonância com a financeirização de setores produtivos e com a alta volatilidade do mercado financeiro. Além disso, decisões de curto prazo tendem a ser priorizadas, ao passo que aplicações de investimentos, recursos humanos, pesquisa e desenvolvimento (P&D) e inovação, considerados caros e de resultado longo e incerto, tendem a não serem levadas a cabo sob pena de privar no curto prazo o retorno do capital investido – que pode facilmente ser transferido a algum outro empreendimento com maior taxa de retorno, como na especulação financeira (JESUS JUNIOR *et al.*, 2017). Tais esforços, imprescindíveis em se tratando de empreendimentos que exigem capacitação tecnológica e esforços coletivos, acabam sendo desestimulados e comprometendo no futuro a rentabilidade e capacidade de geração de fluxo de caixa; entretantes, cortes de

¹⁵ Entre outras assunções de compromissos, o então presidente Pedro Parente, no **Relatório de Administração de 2016**, apresentou um plano estratégico contendo cinco pilares que, com exceção de um que diz respeito ao “Compromisso com a Vida”, destinam-se à redução do endividamento da companhia: (1) uma nova política de preços para combustíveis e outros derivados baseada na paridade internacional, (2) maior eficiência nos investimentos por intermédio da redução dos investimentos, (3) redução de custos e (4) realização de parcerias e desinvestimentos (BRASIL, 2017). O final da mensagem do presidente é dirigido aos acionistas: *“Uma mensagem especial dirijo aos nossos acionistas. Os resultados da empresa em 2016 infelizmente não nos permitiram pagar dividendos como gostaríamos. Mas, no conceito de retorno total para o acionista, que inclui a variação do valor de nossas ações no mercado, fomos a empresa que maior retorno apresentou em 2016 no setor de óleo e gás. Sabemos que esse resultado decorre, em grande medida, da confiança de nossos acionistas e investidores em nossa capacidade de entregar o que prometemos em nosso Plano Estratégico. Trabalharemos em 2017 com força redobrada para corresponder a essa confiança”* (*idem*, p. 9) (grifo nosso).

gastos, sob a forma de desinvestimentos ou realocação orçamentária, costumam ser decisões mais rápidas e previsíveis (MAZZUCATO, 2019).

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

A comparação dos números da Petrobras com o de outras empresas petrolíferas e vistos numa perspectiva temporal relativamente ampla (sete anos) permitiu situar com mais propriedade a questão dos dividendos distribuídos. De um ponto de vista mais abrangente, a empresa, que acumulou resultados desfavoráveis nos anos anteriores à amostra, auferiu entre 2016 a 2019 resultados que, comparados com o de outras empresas, ainda deixaram muito a desejar. Por outro lado, a partir de 2020, a situação se inverteu, de modo que a empresa passou a se tornar uma das empresas com os melhores índices de retorno do capital investido e de *payout* – ao lado de gigantes como a Saudi Aramco, Petrochina, Sinopec (China P&C), Exxon e Shell. Os resultados surpreendentes dos últimos anos são decorrentes da conjunção tanto de fatores conjunturais externos favoráveis, como a cotação alta do barril de petróleo e de derivados, a desvalorização cambial e a retomada gradual das atividades econômicas impactadas pela crise sanitária do novo coronavírus no início de 2020, quanto internos, como a política de preço de paridade de importação (sendo que a maioria das receitas da Petrobras é composta do atendimento ao mercado interno e da venda de derivados) e do ritmo acelerado de desinvestimentos. Tais fatores, juntamente com uma nova política de governança e de remuneração aos acionistas implementadas, respectivamente, a partir de 2016 e 2019/2020, foram determinantes para a consecução dos resultados aqui apresentados; ainda sobre os dividendos distribuídos, é possível dizer que o programa de valor econômico agregado (*economic value added*), conforme declarado pelo então presidente da Petrobras em relatório referente ao ano de 2019, finalmente gerou a efetividade que dele se espera: a maximização do retorno do capital investido aos acionistas da empresa, a tal ponto que em 2022 fez a Petrobras distribuir a maior quantidade de dividendos de sua história.

No entanto, a pergunta que fica é saber se essa política corporativa levada a cabo pela companhia, que teve como um dos pilares “*a maximização do retorno sobre o capital empregado, a busca incessante por custos baixos e a redução do custo do capital*”, é

benéfica não só aos acionistas, mas também às partes interessadas, e, em última instância, à sociedade (que não deixa de ser também uma parte interessada)¹⁶.

Há razões para que o (suposto) benefício à sociedade oferecido pela companhia seja visto com reservas.

No que diz respeito à geração de valor para a sociedade, uma das justificativas utilizadas pela então administração da Petrobras é que ela foi responsável pelo recolhimento de quantias expressivas de tributos incidentes sobre as suas atividades operacionais, além da distribuição a instituições financeiras e fornecedores, benefícios a pessoal e administradores e à remuneração a acionistas (BRASIL, 2020b)¹⁷.

É incontestável que a companhia é responsável por recolher uma quantia expressiva de tributos e que tal quantia é consequência do seu desempenho econômico e no papel que ela exerce na economia brasileira. Contudo, embora de fato tenha havido um aumento expressivo da rentabilidade, que por sua vez resultou num aumento de arrecadação de tributos, há razões para que os efeitos dessa geração de valor sejam relativizados (e também situados num contexto mais amplo que diz respeito à distribuição da carga tributária no atual ordenamento jurídico entre os três entes federativos (União, estados e municípios) e entre cada cidadão em particular – que é, no fim das contas, o contribuinte *de fato*). Em primeiro lugar, no que se refere ao ICMS, cabe salientar que, excepcionalmente no ano de 2022, parte da receita foi reduzida em razão de desonerações propostas pelo Governo Federal e aprovadas pelo Congresso Nacional¹⁸. Em segundo lugar, sobre a redistribuição de recursos a estados e municípios,

¹⁶ É legítimo inquirir se o questionamento valeria também a outros países que sediam empresas de economia mista. Contudo, na perspectiva adotada ao longo desse trabalho, entende-se que, quaisquer que sejam as respostas a esse questionamento, elas devem levar em conta (ao menos em alguma medida) aspectos econômicos, políticos e jurídicos desses mesmos países. É o que se tentou fazer aqui no que diz respeito à Petrobras e ao Estado brasileiro. Por outro lado, há um elemento em comum, ao menos nas empresas de economia mista analisadas neste trabalho: é que todas elas negociam suas ações em bolsa de valores. Isso sugere que pode haver uma explicação que diga respeito a aspectos do funcionamento do mercado internacional e das finanças e de como eles podem interferir nas finanças e na governança de grandes corporações. Uma linha interpretativa possível é a financeirização da economia real (MAZZUCATO, 2019).

¹⁷ Sobre a distribuição por esferas, ver **ANEXO 6**.

¹⁸ Em 2022, do total recolhido pela Petrobras a título de ICMS, R\$ 96,5bi, cinco estados (SP, MG, RJ, PR e SC) ficaram com cerca de 54% desse valor (BRASIL, 2023b), o que indica a grande desigualdade entre estados. A participação da receita do ICMS recolhido pela Petrobras em relação à receita tributária de cada estado varia: BA (3,0%), SP (10,7%), PR (13,7%), RJ (15,6%), PI (15,9%) DF (16,0%), MG (16,5%), MS (27,4%) RR (28,1%) e MA (43,4%), apenas para citar alguns. A desoneração do ICMS sobre os combustíveis, nos termos das Leis Complementares nº 192/2022 e nº 194/2022, consistiu na proibição que os estados tributassem esses produtos em percentuais superiores ao das mercadorias em geral (17%

dos tributos federais recolhidos à União, somente o IR está sujeito às transferências constitucionais aos demais entes federativos. Em terceiro lugar, uma parte considerável dos tributos federais é composta pelo recolhimento de *royalties* e a participações especiais, de modo que essa parcela de tributos fica restrita aos estados e municípios concessionários da exploração e produção de petróleo. Em quarto lugar, considerando que a maior parte das receitas da empresa é composta pela venda de derivados no mercado interno, é inegável que a arrecadação dos tributos pela companhia (em sua maioria indiretos e que incidem sobre o consumo) está diretamente associada à então política de preços vigente que onera sensivelmente o consumidor final, uma vez que o preço dos derivados é, em linhas gerais, composto como se importados fossem. Em último lugar, em que pese os tributos federais comporem a maior parte do total dos tributos recolhidos, a arrecadação desses tributos não se constitui como fonte de custeio para *gastos governamentais primários* em razão da vigência do chamado “Teto de Gastos” (Emenda Constitucional nº 95/2016).

Mesmo no caso da receita de dividendos, em que o governo federal é detentor de 28,67% das ações da companhia e que tal receita *podéria* constituir-se como fonte de custeio para gastos primários, é preciso lembrar que, nos termos da Lei Federal nº 9.530 de 10 de dezembro de 1997, toda receita proveniente de participações e dividendos pagos pelas entidades da Administração Pública Federal indireta deve ser destinada a amortização da dívida pública federal. Excepcionalmente no ano de 2022, a destinação dos dividendos da Petrobras, assim como a receita devida à União dos valores arrecadados com leilões de campos de petróleo e a utilização de recursos do Fundo Social, foi utilizada como parte da fonte de custeio para os gastos e medidas atenuantes do estado de emergência “*decorrente da elevação extraordinária e imprevisível dos preços do petróleo, combustíveis e seus derivados e dos impactos sociais dela decorrentes*” nos termos da Emenda Constitucional nº 123 de 14 de julho de 2022¹⁹. Por sua vez, cumpre chamar a atenção que essa EC estabeleceu estado de emergência até o fim do ano de

ou 18%). Um levantamento feito pela Associação Nacional das Associações de Fiscais de Tributos Estaduais (Febrafite) estimou uma perda de arrecadação de R\$ 44,2bi com a medida (TRISOTTO, 2023). Outro levantamento feito pelo Observatório Social do Petróleo (OSP), com base em dados do Conselho Nacional de Política Fazendária (CONFAZ) (AMADO, 2023), estima que a medida implicou numa perda *efetiva* de arrecadação de 18,5% entre julho de 2022 a abril de 2023 quando comparado ao mesmo período do ano anterior, o que equivale a R\$ 20,3bi.

¹⁹ Essa destinação extraordinária ao menos está contida no projeto de emenda à constituição (PEC) que lhe deu origem e de autoria do Senador Carlos Fávaro (PSD/MT).

2022; na prática, o efeito foi o de afrouxar restrições orçamentárias e impedimentos da Lei Eleitoral que proíbe a realização de transferências voluntárias de entes nos três meses que antecedem o pleito e a concessão de programas assistenciais/emergenciais.

Com efeito, a Petrobras, procedendo a uma política agressiva de distribuição de dividendos, compromete em boa medida sua capacidade de investimento em projetos de expansão para os negócios, como distribuição, refino, fertilizantes e biocombustíveis, cujos ativos têm sido descontinuados (Pinto, 2022)²⁰, ou em projetos de inovação. Conseqüentemente, ao deixa-los de lado (ou, na melhor das hipóteses, em segundo plano) em benefício dos acionistas, a estatal pode estar comprometendo a sua rentabilidade de longo prazo e impactando a sua capacidade de geração futura de caixa (PINTO, *ibidem*).

Embora não tenha sido o escopo central do presente trabalho, chamar a atenção muito sucintamente a aspectos da MVA ajudou a dar forma uma interpretação interessante sobre os rumos tomados pela Petrobras nos últimos anos, uma vez que, como pareceram indicar os presidentes Pedro Parente e Roberto Castello Branco em suas mensagens publicadas, respectivamente, no Relatório de Administração de 2016 e de 2019, nos últimos anos sua política de governança procurou estar orientada com base nessa perspectiva.

Dadas as especificidades do mercado da indústria petrolífera, baseado no fato de estar associado a outros empreendimentos que atuam em paralelo a ele, tendo, portanto, um papel estratégico na economia de um país; considerando os aspectos geoeconômicos e geopolíticos de que o petróleo ainda detém como matéria-prima de combustíveis e derivados e diante da emergência climática que exigirá nos próximos anos esforços conjuntos de empresas, governos e setores da sociedade civil no sentido

²⁰ Ao comentar os números da companhia relativos ao primeiro semestre de 2022 e relacionando-os com a questão dos investimentos, Pinto (2022, s/p) esclarece que “A liderança da Petrobrás na distribuição de dividendos caminhou lado a lado com os baixos montantes de investimentos de US\$ 4,1 bilhões, valor que representou apenas 15% dos dividendos distribuídos no 1S22. Situação bastante diferente quando se observa as maiores petroleiras, que adotaram estratégias de realização de maiores investimentos em relação à opção de distribuição de dividendos.

Esse menor investimento da Petrobrás é fruto de uma estratégia deliberada, em curso desde 2016, de focalizar os investimentos na exploração e produção (E&P) de petróleo no pré-sal e de vender ativos das outras áreas. **Entre 2016 e o segundo trimestre de 2022, a companhia vendeu cerca de 48 ativos**, dentre os quais campos de produção de petróleo, a BR Distribuidora, a NTS, a TAG, a Refinaria Landulpho Alves (RLAM), que proporcionaram receita de R\$ 153 bilhões (ao valor de 30/06/2022 deflacionado pelo IPCA). No governo Bolsonaro, R\$ 104 bilhões entraram no caixa da Petrobrás com a venda de ativos”.

de reduzir emissões de carbono e de implementar a transição energética baseada em fontes renováveis e não (ou menos) poluentes, o questionamento sobre os rumos da Petrobras permanece em aberto.

Por fim, cabe ressaltar as limitações do estudo. Em primeiro lugar, reconhecemos que não foi dado um tratamento estatístico consistente aos dados que nortearam as análises de modo a verificar, por exemplo, desvios estatísticos significativos para cada companhia ou se há ou não padrões de variação entre o desempenho de Sociedades de Economia Mista e de Sociedades Anônimas Abertas a partir não somente dos indicadores utilizados neste trabalho como também de outros tradicionalmente usados nas análises das Demonstrações Contábeis. Nesse aspecto, certamente um tratamento estatisticamente mais consistente poderia dar mais sustentação às interpretações que aqui foram propostas ou sugerir outras possibilidades de análises para estudos futuros. Nosso propósito, do ponto de vista quantitativo, foi bastante singelo, tanto no que diz respeito ao tratamento dos dados quanto ao recorte da amostra.

Em segundo lugar, como já foi descrito na nota de rodapé nº 5, houve uma limitação de dados que resultou numa provável distorção do índice de *pay-out* das companhias. Ali, salientamos a não indexação da plataforma *Refinitiv-Eikon* dos dados relativos ao montante de dividendos que as companhias *anunciaram distribuir* em cada fim de exercício fiscal; se se levar em conta a observância do Princípio de Competência na composição desse índice, talvez fosse mais apropriado que o período do montante de dividendos a ser distribuído coincidissem com o período de apuração do resultado operacional. Em virtude de não se dispor desse dado por meio plataforma aqui utilizada, optou-se pela utilização da variável correspondente ao total de saídas de caixa a título de dividendos.

Por outro lado, procurou-se ao longo do trabalho em enfatizar elementos de análise com vistas a uma melhor compreensão do papel estratégico e multifacetado de uma empresa do porte como a Petrobras na economia brasileira por meio da contribuição das áreas da Economia e das Ciências Sociais. Ainda que de maneira incipiente, este trabalho tentou levar em conta aspectos que muitas vezes são negligenciados em análises fundamentalistas de operadores do mercado financeiro – mesmo porque, como se procurou aqui demonstrar, não é possível, ao menos a partir da

perspectiva aqui assumida, tratar o desempenho da Petrobras da mesma maneira que uma empresa de grande porte e que negocia suas ações na bolsa de valores, como também não é possível não levar em conta elementos de análise sem os quais os dados, por melhor que tenham sido tratados do ponto de vista estatístico, podem ensejar interpretações insatisfatórias (tanto na esfera econômica quanto na da política).

REFERÊNCIAS

AMADO, Guilherme. Redução do ICMS por Bolsonaro tirou R\$ 20 bilhões (ou 80 hospitais) dos estados. **Metrópoles**, Distrito Federal, 09 jun. 2023. Disponível em: <<https://www.metropoles.com/colunas/guilherme-amado/reducao-do-icms-por-bolsonaro-tirou-r-20-bilhoes-ou-80-hospitais-dos-estados>>. Acesso em 11 jun. 2023.

BRASIL. Petróleo Brasileiro S. A. – Petrobras. **Demonstrações Financeiras 2014**. Rio de Janeiro, RJ, 2015. Disponível em: <<https://api.mziq.com/mzfilemanager/d/25fdf098-34f5-4608-b7fa-17d60b2de47d/1944f73a-02bc-48ed-b3f7-532df54b2770?origin=1>>. Acesso em 31 maio 2023.

_____. Petróleo Brasileiro S. A. – Petrobras. **Relatório da Administração 2016**. Rio de Janeiro, RJ, 2017. Disponível em: <<https://api.mziq.com/mzfilemanager/d/25fdf098-34f5-4608-b7fa-17d60b2de47d/09596ba6-4fea-4b95-b953-7a3d596fe22a?origin=1>>. Acesso em 24 ago. 2023.

_____. Petróleo Brasileiro S. A. – Petrobras. **Demonstrações Financeiras 2019**. Rio de Janeiro, RJ, 2020a. Disponível em: <<https://api.mziq.com/mzfilemanager/d/25fdf098-34f5-4608-b7fa-17d60b2de47d/cdb4dd1a-cf74-4f01-8b42-b6c865136f5a?origin=1>>. Acesso em 05 out. 2022.

_____. Petróleo Brasileiro S. A. – Petrobras. **Relatório da Administração 2019**. Rio de Janeiro, RJ, 2020b. Disponível em: <<https://api.mziq.com/mzfilemanager/d/25fdf098-34f5-4608-b7fa-17d60b2de47d/04bfcc48-e60a-4ef8-a0f3-432c8b837dc1?origin=1>>. Acesso em 02 jun. 2023.

_____. Petróleo Brasileiro S. A. – Petrobras. **Demonstrações Financeiras 2021**. Rio de Janeiro, RJ, 2022a. Disponível em: <<https://api.mziq.com/mzfilemanager/v2/d/25fdf098-34f5-4608-b7fa-17d60b2de47d/62a9ccc2-cc8b-8819-a870-44204e2f97c8?origin=1>>. Acesso em 05 out. 2022.

_____. Petróleo Brasileiro S. A. – Petrobras. **ANEXO II - Comentários dos administradores sobre a situação financeira da Companhia**. Rio de Janeiro, RJ, 2022b. Disponível em: <<https://api.mziq.com/mzfilemanager/v2/d/25fdf098-34f5-4608-b7fa-17d60b2de47d/aae82a91-29fa-c7c5-b43b-8d9e4b86be8c?origin=1>>. Acesso em 05 out. 2022.

_____. Petróleo Brasileiro S. A. – Petrobras. **Demonstrações Financeiras 2022**. Rio de Janeiro, RJ, 2023a. Disponível em: <<https://api.mziq.com/mzfilemanager/v2/d/25fdf098-34f5-4608-b7fa-17d60b2de47d/d9b3cfe9-e4e8-e29c-098b-af53b3d73a64?origin=1>>. Acesso em 02 jun. 2023.

_____. Petróleo Brasileiro S. A. – Petrobras. **Relatório Fiscal 4T22**. Rio de Janeiro, RJ, 2023b. Disponível em: <<https://api.mziq.com/mzfilemanager/v2/d/25fdf098-34f5->

4608-b7fa-17d60b2de47d/5795ce9d-1ff1-fc02-6597-55145ae75336?origin=1>. Acesso em 06 jun. 2023.

COELHO, Claudio Ulysses Ferreira; LINS, Luiz dos Santos. **Teoria da Contabilidade: Abordagem Contextual, Histórica e Gerencial**. São Paulo: Atlas, 2010.

IPEADATA. **Preço por barril do petróleo bruto Brent (FOB)**. Disponível em: <<http://www.ipeadata.gov.br/ExibeSerie.aspx?module=m&serid=1650971490&oper=view>>. Acesso em 11 abr 2023.

JESUS JÚNIOR, Leonardo Bispo de; SARTI, Fernando; FERREIRA JÚNIOR, Hamilton de Moura. Petrobras, política de conteúdo local e maximização de valor para o acionista: uma sugestão de interpretação. **Economia e Sociedade**, Campinas, v. 26, n. 2, p. 369-400, ago. 2017. Disponível em: <<https://www.scielo.br/j/ecos/a/YpYG6zHrP4VdSByrWfZr7gh/?lang=pt>>. Acesso em 03 jan 2023.

KADANUS, Kelli. Em quase 4 anos de Lava Jato, prejuízo da Petrobras ainda é incerto. **Gazeta do Povo**, Curitiba, 11 fev. 2018. Disponível em: <<https://www.gazetadopovo.com.br/politica/republica/em-quase-4-anos-de-lava-jato-prejuizo-da-petrobras-ainda-e-incerto-99sn3mpg26osf992oscpce7dz/>>. Acesso em 11 jun. 2023.

MAMONA, Karla. As 15 maiores do setor de petróleo do mundo; Petrobras está na lista. **Exame**, São Paulo, 12 maio 2018. Disponível em: <<https://exame.com/invest/mercados/as-15-maiores-do-setor-de-petroleo-do-mundo-petrobras-esta-na-lista/>>. Acesso em 14 abr. 2023.

MARION, José Carlos. **Análise das Demonstrações Contábeis: Contabilidade Empresarial**. 7. ed. São Paulo: Atlas, 2012.

MÁXIMO, Wellton; GANDRA, Alana. Petrobras pagará R\$ 87,8 bi em dividendos do segundo trimestre. **Agência Brasil**, Distrito Federal, 28 jul. 2022. Disponível em: <<<https://agenciabrasil.ebc.com.br/economia/noticia/2022-07/petrobras-pagara-r-878-bi-em-dividendos-do-segundo-trimestre>>>. Acesso em: 30 set. 2022.

MAZZUCATO, Mariana. **O Valor de Tudo: Produção e Apropriação na Economia Global**. Tradução de Camilo Adorno e Odorico Leal. São Paulo: Portfólio-Penguin, 2019. Tradução de: *The Value of Everything: Making and Taking in the Global Economy*.

PACHECO, Maria Herminia P.; MOCCIA, Silvia. Sociedade de Economia Mista. In: COELHO, Fábio Ulhoa; ALMEIDA, Marcus Elidius Michelli de. **Enciclopédia Jurídica da PUCSP [Tomo 4]**. Pontifícia Universidade Católica de São Paulo, 2018. Coordenação de Alvaro de Azevedo Gonzaga, André Luiz Freire e Celso Fernandes Campilongo. Disponível em: <<https://enciclopediajuridica.pucsp.br/verbete/227/edicao-1/sociedade-de-economia-mista>>. Acesso em 29 abr. 2023.

PAMPLONA, Nicola. Dividendo elevado gera críticas a estratégia da Petrobras. **Folha de São Paulo**, São Paulo, 31 jul. 2022. Disponível em: <<https://www1.folha.uol.com.br/mercado/2022/07/dividendo-elevado-gera-criticas-a-estrategia-da-petrobras.shtml>>. Acesso em: 30 set. 2022.

PINTO, Eduardo Costa. A farra dos dividendos na Petrobras: rentabilidade obscena para os acionistas. **ConCiência**, São Paulo, 12 set. 2022. Disponível em: <<https://www.comciencia.br/a-farra-dos-dividendos-na-petrobras-rentabilidade-obscena-para-os-acionistas/>>. Acesso em: 30 set. 2022.

PODER360. Lava Jato acabou com 4,4 milhões de empregos, aponta Dieese. **Poder360**, Distrito Federal, 16 maio 2021. Disponível em: <<https://www.poder360.com.br/brasil/lava-jato-acabou-com-44-milhoes-de-empregos-aponta-dieese/>>. Acesso em 11 jul. 2023.

RICETO, Álisson; SILVA, Ronaldo da. O Papel Petrobras na Economia Brasileira (2003/2018): Ascensão e Queda. **GEographia**, Niterói, vol. 23 n. 50, 2021. Disponível em: <<https://periodicos.uff.br/geographia/article/view/38745/29141>>. Acesso em 10 maio 2023.

TRISOTTO, Fernanda. Estados perderam R\$ 44,2 bilhões com redução de ICMS em 2022, aponta associação de fiscais. **O Globo**, Rio de Janeiro, 28 jan. 2023. Disponível em: <<https://oglobo.globo.com/economia/noticia/2023/01/estados-perderam-r-442-bilhoes-com-reducao-de-icms-em-2022-aponta-febrafite.ghtml>>. Acesso em 11 jun. 2023.

APÊNDICE 1 – TOTAL DE DIVIDENDOS PAGOS

Total de Dividendos Pagos								
Nome	Origem	2022	2021	2020	2019	2018	2017	2016
Petrobrás	BRA	-36.738.554.672,72	-12.953.162.307,24	-1.195.486.839,83	-1.863.150.037,32	-610.246.366,35		
YPF	ARG		0,00	0,00	-38.422.986,97	-31.898.774,56	-38.507.045,28	-56.074.176,86
Antarchile	CHL	-403.896.000,00	-879.203.000,00	-100.520.000,00	-427.969.000,00	-383.244.000,00	-276.800.000,00	-240.331.000,00
China P&C	CHI	-9.653.482.572,64	-6.448.103.776,70	-5.975.632.183,91	-16.069.550.978,20	-23.455.166.896,95	-5.874.921.230,19	-3.434.106.294,11
Petrochina	CHI	-9.711.767.093,89	-8.294.422.317,03	-6.862.528.735,63	-6.824.959.062,31	-6.801.105.374,15	-6.027.388.838,51	-3.993.374.621,92
Total	FRA	-9.986.000.000,00	-8.228.000.000,00	-6.688.000.000,00	-6.641.000.000,00	-4.913.000.000,00	-2.643.000.000,00	-2.661.000.000,00
ENI	ITA	-3.220.248.287,67	-2.680.581.133,62	-2.399.853.444,06	-3.383.180.503,55	-3.387.925.497,75	-3.454.852.988,81	-3.028.805.719,09
Equinor	NOR	-5.380.000.000,00	-1.797.000.000,00	-2.330.000.000,00	-3.342.000.000,00	-2.672.000.000,00	-1.491.000.000,00	-1.876.000.000,00
Saudi Aramco	ARA	-74.878.360.393,93	-74.938.728.754,86	-69.621.218.179,39	-73.154.527.034,23	-57.986.083.340,00	0,00	
BP	RUN	-4.358.000.000,00	-4.304.000.000,00	-6.340.000.000,00	-6.946.000.000,00	-6.699.000.000,00	-6.153.000.000,00	-4.611.000.000,00
Shell	RUN	-7.405.000.000,00	-6.253.000.000,00	-7.424.000.000,00	-15.198.000.000,00	-15.675.000.000,00	-10.877.000.000,00	-9.677.000.000,00
Chevron	EUA	-10.968.000.000,00	-10.179.000.000,00	-9.651.000.000,00	-8.959.000.000,00	-8.502.000.000,00	-8.132.000.000,00	-8.032.000.000,00
Exxon Mobil	EUA	-14.939.000.000,00	-14.924.000.000,00	-14.865.000.000,00	-14.652.000.000,00	-13.798.000.000,00	-13.001.000.000,00	-12.453.000.000,00
Mediana		-9.682.624.833,27	-6.448.103.776,70	-6.340.000.000,00	-6.824.959.062,31	-6.699.000.000,00	-4.664.887.109,50	-3.434.106.294,11

APÊNDICE 2 – GERAÇÃO DE CAIXA OPERACIONAL

Geração de Caixa de Atividades Operacionais								
Nome	Origem	2022	2021	2020	2019	2018	2017	2016
Petrobrás	BRA	48.318.199.016,27	36.465.899.502,72	28.516.471.879,39	25.321.224.185,12	24.700.030.924,65	26.106.397.753,69	27.575.617.853,19
YPF	ARG	4.168.043.453,66	3.895.734.320,22	2.488.296.860,13	3.627.413.965,92	3.324.330.790,29	3.867.537.915,46	3.092.910.306,55
Antarchile	CHL	1.383.860.000,00	1.853.499.000,00	1.902.786.000,00	956.504.000,00	1.734.337.000,00	1.602.319.000,00	1.520.481.000,00
China P&C	CHI	16.857.420.402,48	35.448.749.232,54	25.826.819.923,37	22.065.988.681,09	25.578.939.713,48	29.346.172.171,59	30.900.619.328,82
Petrochina	CHI	57.090.993.446,62	53.756.867.807,50	48.823.754.789,27	51.654.744.462,64	51.378.954.257,87	56.353.841.661,16	38.193.720.293,82
Total	FRA	47.367.000.000,00	30.410.000.000,00	14.803.000.000,00	24.685.000.000,00	24.703.000.000,00	22.319.000.000,00	16.521.000.000,00
ENI	ITA	18.685.787.671,23	14.620.421.526,50	5.889.106.008,79	13.883.595.273,86	15.651.665.290,39	12.144.767.937,04	8.996.005.046,26
Equinor	NOR	35.136.000.000,00	28.816.000.000,00	10.386.000.000,00	13.749.000.000,00	19.694.000.000,00	14.802.000.000,00	9.034.000.000,00
Saudi Aramco	ARA	185.826.989.619,38	139.219.191.219,56	76.048.780.487,80	111.050.709.182,04	120.957.903.436,51	88.959.494.413,48	29.170.821.446,66
BP	RUN	40.932.000.000,00	23.612.000.000,00	12.162.000.000,00	25.770.000.000,00	22.873.000.000,00	18.931.000.000,00	10.691.000.000,00
Shell	RUN	68.414.000.000,00	45.104.000.000,00	34.105.000.000,00	42.178.000.000,00	53.085.000.000,00	35.650.000.000,00	20.615.000.000,00
Chevron	EUA	49.602.000.000,00	29.187.000.000,00	10.577.000.000,00	27.314.000.000,00	30.618.000.000,00	20.338.000.000,00	12.690.000.000,00
Exxon Mobil	EUA	76.797.000.000,00	48.129.000.000,00	14.668.000.000,00	29.716.000.000,00	36.014.000.000,00	30.066.000.000,00	22.082.000.000,00
Mediana		47.367.000.000,00	30.410.000.000,00	14.668.000.000,00	25.321.224.185,12	24.703.000.000,00	22.319.000.000,00	16.521.000.000,00

APÊNDICE 3 – LUCRO LÍQUIDO

Lucro Líquido								
Nome	Origem	2022	2021	2020	2019	2018	2017	2016
Petrobrás	BRA	35.627.695.800,23	19.149.417.446,10	1.368.581.165,64	9.986.812.639,96	6.643.387.279,66	-134.657.769,99	-4.556.744.128,86
YPF	ARG	1.635.492.814,30	2.502.921,70	-828.365.842,06	-569.178.082,19	1.026.422.818,26	663.654.942,45	-1.781.064.715,53
Antarchile	CHL	924.708.000,00	1.192.241.000,00	128.926.000,00	126.911.000,00	671.490.000,00	399.050.000,00	325.771.000,00
China P&C	CHI	9.612.886.388,68	11.210.150.973,69	5.099.003.831,42	435.414.404.320,72	9.175.914.478,95	7.856.846.441,14	6.685.294.541,26
Petrochina	CHI	21.657.339.210,11	14.508.745.139,40	2.912.183.908,05	6.561.090.522,57	7.712.893.607,74	3.503.219.956,04	1.137.836.670,03
Total	FRA	20.526.000.000,00	16.032.000.000,00	-7.242.000.000,00	11.267.000.000,00	11.446.000.000,00	8.631.000.000,00	6.196.000.000,00
ENI	ITA	14.861.943.493,15	6.617.329.422,73	-10.545.920.859,79	165.908.122,77	4.732.085.512,43	4.047.456.244,53	-1.539.108.494,53
Equinor	NOR	28.746.000.000,00	8.566.000.000,00	-5.510.000.000,00	1.843.000.000,00	7.536.000.000,00	4.590.000.000,00	-2.922.000.000,00
Saudi Aramco	ARA	158.960.606.867,18	105.280.782.140,76	49.293.882.447,02	88.198.784.259,36	110.958.969.847,24	75.517.452.867,92	12.890.660.410,06
BP	RUN	-2.487.000.000,00	7.565.000.000,00	-20.305.000.000,00	4.026.000.000,00	9.383.000.000,00	3.389.000.000,00	115.000.000,00
Shell	RUN	42.309.000.000,00	20.101.000.000,00	-21.680.000.000,00	15.842.000.000,00	23.352.000.000,00	12.977.000.000,00	4.575.000.000,00
Chevron	EUA	35.465.000.000,00	15.625.000.000,00	-5.543.000.000,00	2.924.000.000,00	14.824.000.000,00	9.195.000.000,00	-497.000.000,00
Exxon Mobil	EUA	55.740.000.000,00	23.040.000.000,00	-22.440.000.000,00	14.340.000.000,00	20.840.000.000,00	19.710.000.000,00	7.840.000.000,00
Mediana		21.657.339.210,11	14.508.745.139,40	-5.510.000.000,00	6.561.090.522,57	9.175.914.478,95	4.590.000.000,00	325.771.000,00

APÊNDICE 4 – RECEITA

		Receita						
Nome	Origem	2022	2021	2020	2019	2018	2017	2016
Petrobrás	BRA	121.312.145.289,44	81.264.563.847,55	52.384.427.286,91	75.204.030.853,45	79.954.386.145,76	85.654.116.723,53	86.864.932.989,06
YPF	ARG	14.294.817.245,67	12.381.476.431,63	7.958.920.076,12	11.336.368.192,45	11.585.103.272,28	13.596.482.736,37	13.252.176.106,98
Antarchile	CHL	30.765.182.000,00	24.786.614.000,00	18.059.214.000,00	23.716.405.000,00	23.970.069.000,00	20.353.315.000,00	16.699.311.000,00
China P&C	CHI	481.089.137.621,06	431.492.577.257,92	322.563.065.134,10	425.148.524.806,80	420.504.545.123,99	362.755.022.055,55	278.109.030.678,38
Petrochina	CHI	469.635.069.303,49	411.572.393.381,72	296.373.333.333,33	361.517.136.372,78	345.419.824.012,80	309.836.619.891,49	232.882.471.554,08
Total	FRA	263.310.000.000,00	184.634.000.000,00	119.704.000.000,00	176.249.000.000,00	184.106.000.000,00	149.099.000.000,00	127.925.000.000,00
ENI	ITA	141.815.068.493,15	87.050.678.671,30	53.721.299.462,63	78.336.658.969,13	86.959.812.826,86	80.276.148.318,76	58.622.792.262,41
Equinor	NOR	149.004.000.000,00	88.744.000.000,00	45.753.000.000,00	62.911.000.000,00	78.555.000.000,00	60.971.000.000,00	45.688.000.000,00
Saudi Aramco	ARA	603.240.085.174,34	400.063.402.418,88	229.799.013.727,84	329.738.989.015,68	359.118.344.930,55	264.168.688.834,96	134.533.820.353,53
BP	RUN	241.392.000.000,00	157.739.000.000,00	105.944.000.000,00	159.307.000.000,00	298.756.000.000,00	240.208.000.000,00	183.008.000.000,00
Shell	RUN	381.314.000.000,00	261.504.000.000,00	180.543.000.000,00	344.877.000.000,00	388.379.000.000,00	305.179.000.000,00	233.591.000.000,00
Chevron	EUA	235.717.000.000,00	155.606.000.000,00	94.471.000.000,00	140.156.000.000,00	158.767.000.000,00	134.779.000.000,00	110.484.000.000,00
Exxon Mobil	EUA	398.675.000.000,00	276.692.000.000,00	178.574.000.000,00	255.583.000.000,00	279.332.000.000,00	237.162.000.000,00	200.628.000.000,00
Mediana		241.392.000.000,00	157.739.000.000,00	105.944.000.000,00	159.307.000.000,00	184.106.000.000,00	149.099.000.000,00	127.925.000.000,00

APÊNDICE 5 – PATRIMÔNIO LÍQUIDO

Patrimônio Líquido								
Nome	Origem	2022	2021	2020	2019	2018	2017	2016
Petrobrás	BRA	68.595.157.018,54	69.534.674.972,62	59.381.558.426,56	73.535.954.217,47	71.442.377.074,53	79.703.209.444,16	76.918.111.398,01
YPF	ARG	10.473.180.943,76	8.179.703.934,55	8.054.590.865,84	9.063.631.807,55	9.548.366.516,92	8.190.545.337,21	7.490.538.665,32
Antarchile	CHL	7.472.944.000,00	6.802.314.000,00	6.679.426.000,00	6.697.492.000,00	6.778.452.000,00	6.627.988.000,00	6.293.999.000,00
China P&C	CHI	113.897.958.591,89	122.022.953.039,15	114.527.816.091,95	106.289.321.727,14	104.480.401.425,35	111.775.356.193,23	102.582.745.211,00
Petrochina	CHI	198.569.854.433,68	198.960.186.395,05	186.271.417.624,52	176.739.923.582,98	176.578.721.547,52	183.485.237.385,30	171.297.565.893,71
Total	FRA	111.724.000.000,00	111.736.000.000,00	103.702.000.000,00	116.778.000.000,00	115.640.000.000,00	111.556.000.000,00	98.680.000.000,00
ENI	ITA	58.603.381.849,32	50.516.108.496,46	45.694.919.394,24	53.627.558.684,39	58.509.955.041,75	57.616.871.198,76	55.757.989.907,49
Equinor	NOR	53.988.000.000,00	39.010.000.000,00	33.873.000.000,00	41.139.000.000,00	42.971.000.000,00	39.861.000.000,00	35.072.000.000,00
Saudi Aramco	ARA	385.657.705.616,18	296.568.011.082,10	264.120.485.139,28	275.958.462.194,73	271.076.808.232,69	216.996.346.764,09	193.187.938.251,53
BP	RUN	67.553.000.000,00	75.463.000.000,00	71.250.000.000,00	98.412.000.000,00	99.444.000.000,00	98.491.000.000,00	95.286.000.000,00
Shell	RUN	190.472.000.000,00	171.966.000.000,00	155.310.000.000,00	186.476.000.000,00	198.646.000.000,00	194.356.000.000,00	186.646.000.000,00
Chevron	EUA	159.282.000.000,00	139.067.000.000,00	131.688.000.000,00	144.213.000.000,00	154.554.000.000,00	148.124.000.000,00	145.556.000.000,00
Exxon Mobil	EUA	195.049.000.000,00	168.577.000.000,00	157.150.000.000,00	191.650.000.000,00	191.794.000.000,00	187.688.000.000,00	167.325.000.000,00
Mediana		111.724.000.000,00	111.736.000.000,00	103.702.000.000,00	106.289.321.727,14	104.480.401.425,35	111.556.000.000,00	98.680.000.000,00

APÊNDICE 6 – MARGEM LÍQUIDA

		Margem Líquida																				
Nome	Origem	2022			2021			2020			2019			2018			2017			2016		
Petrobrás	BRA	29,3686%	1		23,5643%	2		2,6126%	2		13,2796%	3		8,3090%	5		-0,1572%	13		-5,2458%	11	
YPF	ARG	11,4412%			0,0202%			-10,4080%			-5,0208%			8,8599%			4,8811%			-13,4398%		
Antarchile	CHL	3,0057%			4,8100%			0,7139%			0,5351%			2,8014%			1,9606%			1,9508%		
China P&C	CHI	1,9982%			2,5980%			1,5808%			102,4147%			2,1821%			2,1659%			2,4038%		
Petrochina	CHI	4,6115%			3,5252%			0,9826%			1,8149%			2,2329%			1,1307%			0,4886%		
Total	FRA	7,7954%			8,6831%			-6,0499%			6,3927%			6,2171%			5,7888%			4,8435%		
ENI	ITA	10,4798%			7,6017%			-19,6308%			0,2118%			5,4417%			5,0419%			-2,6254%		
Equinor	NOR	19,2921%			9,6525%			-12,0429%			2,9295%			9,5933%			7,5282%			-6,3956%		
Saudi Aramco	ARA	26,3511%			26,3160%			21,4509%			26,7481%			30,8976%			28,5868%			9,5817%		
BP	RUN	-1,0303%			4,7959%			-19,1658%			2,5272%			3,1407%			1,4109%			0,0628%		
Shell	RUN	11,0956%			7,6867%			-12,0082%			4,5935%			6,0127%			4,2523%			1,9586%		
Chevron	EUA	15,0456%			10,0414%			-5,8674%			2,0862%			9,3370%			6,8223%			-0,4498%		
Exxon Mobil	EUA	13,9813%			8,3269%			-12,5662%			5,6107%			7,4607%			8,3108%			3,9077%		
Mediana		11,0956%			7,6867%			-6,0499%			2,9295%			6,2171%			4,8811%			0,4886%		
Quartis		3,8086%	11,0956%	17,1688%	4,1605%	7,6867%	9,8469%	-12,3046%	-6,0499%	1,2817%	1,1750%	2,9295%	9,8361%	2,9710%	6,2171%	9,0984%	1,6857%	4,8811%	7,1752%	-3,9356%	0,4886%	3,1558%

APÊNDICE 7 – TAXA DE RETORNO SOBRE O PATRIMÔNIO LÍQUIDO

		Taxa de Retorno Sobre o Patrimônio Líquido																				
Nome	Origem	2022			2021			2020			2019			2018			2017			2016		
Petrobrás	BRA	51,9391%	2		27,5394%	2		2,3047%	3		13,5809%	3		9,2989%	10		-0,1689%	13		-5,9241%	11	
YPF	ARG	15,6160%			0,0306%			-10,2844%			-6,2798%			10,7497%			8,1027%			-23,7775%		
Antarchile	CHL	12,3741%			17,5270%			1,9302%			1,8949%			9,9062%			6,0207%			5,1759%		
China P&C	CHI	8,4399%			9,1869%			4,4522%			409,6502%			8,7824%			7,0291%			6,5170%		
Petrochina	CHI	10,9067%			7,2923%			1,5634%			3,7123%			4,3680%			1,9093%			0,6642%		
Total	FRA	18,3721%			14,3481%			-6,9835%			9,6482%			9,8980%			7,7369%			6,2789%		
ENI	ITA	25,3602%			13,0994%			-23,0790%			0,3094%			8,0877%			7,0248%			-2,7603%		
Equinor	NOR	53,2452%			21,9585%			-16,2666%			4,4799%			17,5374%			11,5150%			-8,3314%		
Saudi Aramco	ARA	41,2181%			35,4997%			18,6634%			31,9609%			40,9327%			34,8013%			6,6726%		
BP	RUN	-3,6816%			10,0248%			-28,4982%			4,0910%			9,4355%			3,4409%			0,1207%		
Shell	RUN	22,2127%			11,6889%			-13,9592%			8,4955%			11,7556%			6,6769%			2,4512%		
Chevron	EUA	22,2655%			11,2356%			-4,2092%			2,0276%			9,5915%			6,2076%			-0,3414%		
Exxon Mobil	EUA	28,5774%			13,6673%			-14,2794%			7,4824%			10,8658%			10,5015%			4,6855%		
Mediana		22,2127%			13,0994%			-6,9835%			4,4799%			9,8980%			7,0248%			0,6642%		
Quartis		11,6404%	22,2127%	34,8977%	9,6059%	13,0994%	19,7427%	-15,2730%	-6,9835%	2,1175%	1,9612%	4,4799%	11,6145%	9,0407%	9,8980%	11,3107%	4,7308%	7,0248%	9,3021%	-4,3422%	0,6642%	5,7274%

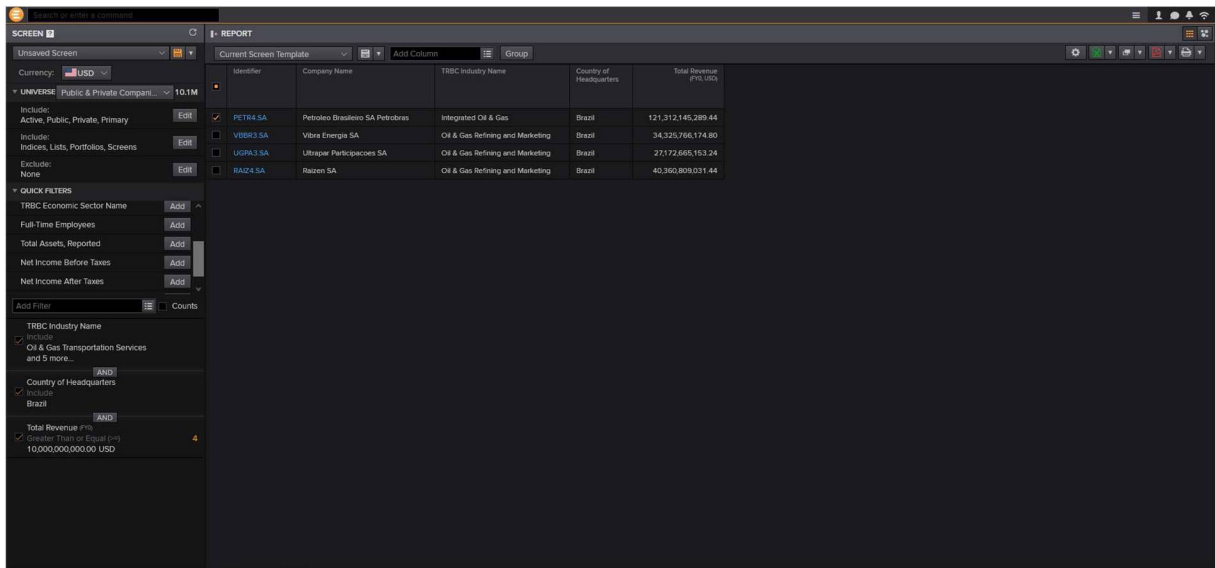
APÊNDICE 8 – RELAÇÃO DIVIDENDO / LUCRO LÍQUIDO (PAYOUT)

Relação Dividendo / Lucro Líquido ("Payout")																						
Nome	Origem	2022			2021			2020			2019			2018			2017			2016		
Petrobrás	BRA	103,1180%	1		67,6426%	3		87,3523%	4		18,6561%	11		9,1858%	12		0,0000%	12		0,0000%	8	
YPF	ARG	0,0000%			0,0000%			0,0000%			-6,7506%			3,1078%			5,8023%			-3,1484%		
Antarchile	CHL	43,6782%			73,7437%			77,9672%			337,2198%			57,0737%			69,3647%			73,7730%		
China P&C	CHI	100,4223%			57,5202%			117,1921%			3,6906%			255,6167%			74,7745%			51,3681%		
Petrochina	CHI	44,8428%			57,1684%			235,6489%			104,0217%			88,1784%			172,0528%			350,9620%		
Total	FRA	48,6505%			51,3224%			-92,3502%			58,9420%			42,9233%			30,6222%			42,9471%		
ENI	ITA	21,6677%			40,5085%			-22,7562%			2039,1892%			71,5948%			85,3586%			-196,7896%		
Equinor	NOR	18,7156%			20,9783%			-42,2868%			181,3348%			35,4565%			32,4837%			-64,2026%		
Saudi Aramco	ARA	47,1050%			71,1799%			141,2370%			82,9428%			52,2590%			0,0000%			0,0000%		
BP	RUN	-175,2312%			56,8936%			-31,2238%			172,5286%			71,3951%			181,5580%			4009,5652%		
Shell	RUN	17,5022%			31,1079%			-34,2435%			95,9349%			67,1249%			83,8175%			211,5191%		
Chevron	EUA	30,9263%			65,1456%			-174,1115%			306,3953%			57,3529%			88,4394%			-1616,0966%		
Exxon Mobil	EUA	26,8012%			64,7743%			-66,2433%			102,1757%			66,2092%			65,9614%			158,8393%		
Mediana		30,9263%			57,1684%			-22,7562%			102,1757%			57,3529%			69,3647%			42,9471%		
Quartis		18,1089%	30,9263%	47,8777%	35,8082%	57,1684%	66,3941%	-54,2650%	-22,7562%	102,2722%	38,7991%	102,1757%	243,8651%	39,1899%	57,3529%	71,4949%	18,2122%	69,3647%	86,8990%	-33,6755%	42,9471%	185,1792%

APÊNDICE 9 – RELAÇÃO GERAÇÃO DE CAIXA PROVENIENTE DE ATIVIDADES OPERACIONAIS / PATRIMÔNIO LÍQUIDO

Relação Dividendo / Geração de Caixa Proveniente de Atividades Operacionais																						
Nome	Origem	2022			2021			2020			2019			2018			2017			2016		
Petrobrás	BRA	76,0346%	1		35,5213%	3		4,1923%	12		7,3581%	12		2,4706%	12		0,0000%	12		0,0000%	12	
YPF	ARG	0,0000%			0,0000%			0,0000%			1,0592%			0,9596%			0,9956%			1,8130%		
Antarchile	CHL	29,1862%			47,4348%			5,2828%			44,7430%			22,0974%			17,2750%			15,8062%		
China P&C	CHI	57,2655%			18,1899%			23,1373%			72,8250%			91,6972%			20,0194%			11,1134%		
Petrochina	CHI	17,0110%			15,4295%			14,0557%			13,2126%			13,2371%			10,6956%			10,4556%		
Total	FRA	21,0822%			27,0569%			45,1800%			26,9030%			19,8883%			11,8419%			16,1068%		
ENI	ITA	17,2337%			18,3345%			40,7507%			24,3682%			21,6458%			28,4473%			33,6683%		
Equinor	NOR	15,3119%			6,2361%			22,4340%			24,3072%			13,5676%			10,0730%			20,7660%		
Saudi Aramco	ARA	40,2947%			53,8279%			91,5481%			65,8749%			47,9391%			0,0000%			0,0000%		
BP	RUN	10,6469%			18,2280%			52,1296%			26,9538%			29,2878%			32,5022%			43,1297%		
Shell	RUN	10,8238%			13,8635%			21,7681%			36,0330%			29,5281%			30,5105%			46,9415%		
Chevron	EUA	22,1120%			34,8751%			91,2452%			32,8000%			27,7680%			39,9843%			63,2939%		
Exxon Mobil	EUA	19,4526%			31,0083%			101,3431%			49,3068%			38,3129%			43,2415%			56,3943%		
Mediana		19,4526%			18,3345%			23,1373%			26,9538%			22,0974%			17,2750%			16,1068%		
Quartis		13,0679%	19,4526%	34,7404%	14,6465%	18,3345%	35,1982%	9,6692%	23,1373%	71,6874%	18,7599%	26,9538%	47,0249%	13,4024%	22,0974%	33,9205%	5,5343%	17,2750%	31,5064%	6,1343%	16,1068%	45,0356%

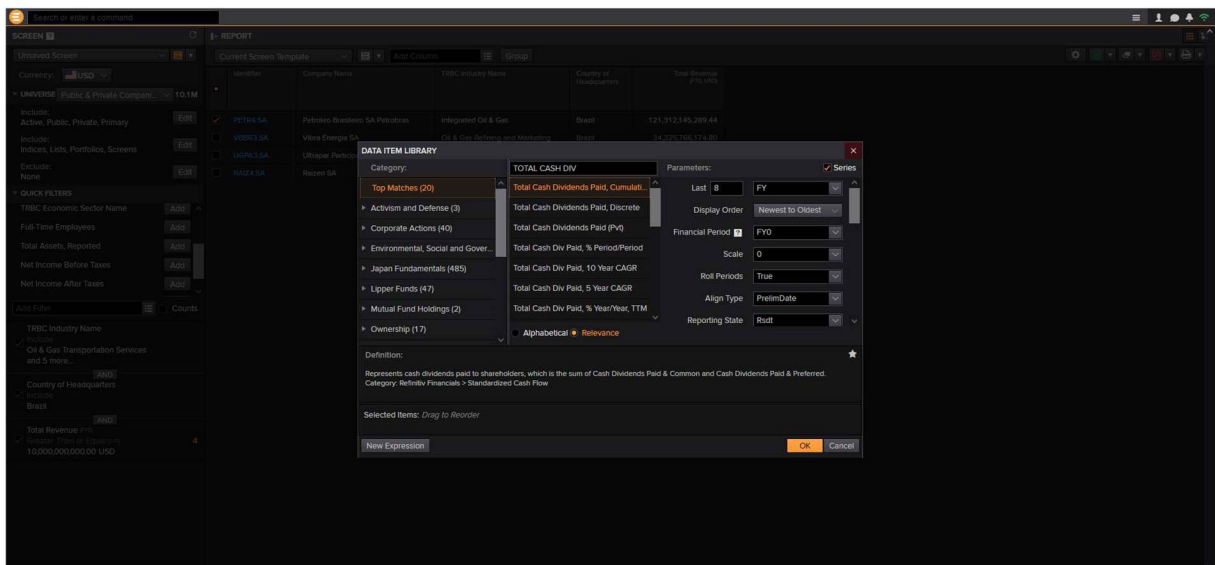
ANEXO 1 – CRITÉRIOS DE FILTRO PARA A LOCALIZAÇÃO DAS COMPANHIAS



Identifier	Company Name	TRBC Industry Name	Country of Headquarters	Total Revenue (P10,000)
PETRA.SA	Petroleo Brasileiro SA Petrobras	Integrated Oil & Gas	Brazil	121,312,145,289.44
VEBR3.SA	Vibra Energia SA	Oil & Gas Refining and Marketing	Brazil	34,325,766,174.80
UGRU3.SA	Ultraper Participacoes SA	Oil & Gas Refining and Marketing	Brazil	27,172,655,153.24
RAIZ4.SA	Raizen SA	Oil & Gas Refining and Marketing	Brazil	40,360,808,031.44

Fonte: Plataforma *Refinitiv-Eikon* (2023).

ANEXO 2 – INSERÇÃO DE COLUNAS REFERENTE AOS DADOS SELECIONADOS



Category	Item	Parameters
TOTAL CASH DIV	Total Cash Dividends Paid, Cumulative	Last, FY, Newest to Oldest
	Total Cash Dividends Paid, Discrete	
	Total Cash Dividends Paid (PW)	
	Total Cash Div Paid, % Period/Period	
	Total Cash Div Paid, 10 Year CAGR	
	Total Cash Div Paid, 5 Year CAGR	
	Total Cash Div Paid, % Year/Year, TTM	

Fonte: Plataforma *Refinitiv-Eikon* (2023).

ANEXO 3 – EXPORTAÇÃO DOS DADOS EM FORMATO DE PLANILHA ELETRÔNICA

The screenshot shows a software interface with a table of financial data. The table has columns for 'Identifier', 'Company Name', 'TRBC Industry Name', 'Country of Headquarters', 'Total Revenue (R\$ mil)', and 'Total Cash D'. The 'Total Revenue' column is further broken down by fiscal year (FY0 to FY5). The data rows include companies like PETRA SA, VEBR3 SA, UGRPJ SA, and RAZSA SA. On the left side, there are various filters and options for the report, such as 'UNIVERSE', 'QUICK FILTERS', and 'TRBC Economic Sector Name'. On the right side, there are options to 'Export All as Values', 'Export Selected as Values', and 'Export Selected as Formulas'.

Fonte: Plataforma Refinitiv-Eikon (2023).

ANEXO 4 – PROPOSTA DE DIVIDENDOS REGISTRADA NAS DEMONSTRAÇÕES FINANCEIRAS DA COMPANHIA DE 2021 (EM MILHARES DE REAIS)

A proposta de dividendos registrada nas demonstrações financeiras da companhia, sujeita à aprovação na AGO, é assim demonstrada:

	2021	2020
Lucro líquido do exercício atribuível aos acionistas da Petrobras	106.668	7.108
Apropriação:		
Reserva legal	(5.333)	(356)
Reserva de incentivos fiscais	(656)	-
Outras reversões/adições:	-	(14)
Lucro líquido ajustado	100.679	6.738
Dividendos mínimos obrigatórios:		
25% do lucro líquido ajustado em 2021	25.170	-
5% do capital social das ações PN em 2020 (prioridade dos preferencialistas)	-	4.411
Dividendos adicionais:		
Dividendos adicionais da parcela remanescente do lucro líquido	74.482	1.300
Dividendos adicionais da reserva de retenção de lucros	1.743	4.561
Total dos dividendos propostos	101.395	10.272
Ações preferenciais (PN) - R\$ 7,773202 por ação em circulação em 2021 (R\$ 0,787446 por ação em circulação em 2020)	43.545	4.411
Ações ordinárias (ON) - R\$ 7,773202 por ação em circulação em 2021 (R\$ 0,787446 por ação em circulação em 2020)	57.850	5.861

A proposta de remuneração aos acionistas relativa ao exercício de 2021 a ser encaminhada à aprovação da AGO de 2022, no montante de R\$ 101.395 (R\$ 7,773202 por ação preferencial e ordinária em circulação), contempla o dividendo mínimo obrigatório de R\$ 25.170, equivalente ao percentual de 25% do lucro líquido ajustado, além de dividendos adicionais de R\$ 76.225, oriundos da parcela remanescente do lucro líquido do exercício e da reserva de retenção de lucros. Essa proposta é superior à prioridade das ações preferenciais.

Os resultados apurados, a geração de caixa e o alcance da meta de endividamento permitiram que a proposta de dividendos do exercício de 2021, no montante de R\$ 101.395, fosse realizada com base na política de remuneração aos acionistas, equivalente a 60% da diferença entre o fluxo de caixa operacional (R\$ 203.126) e as aquisições de ativos imobilizados e intangíveis (R\$ 34.134).

Em 2020, a proposta de remuneração encaminhada pela Administração, e aprovada pela AGO de 2021, foi de R\$ 10.272 (R\$ 0,787446 por ação preferencial e ordinária em circulação), contemplando o dividendo obrigatório equivalente à prioridade dos acionistas preferencialistas no valor de R\$ 4.411, cujo critério que prevaleceu foi de 5% sobre a parte do capital representada por essa espécie de ações, e os dividendos adicionais de R\$ 5.861 aos acionistas ordinaristas, oriundos da parcela remanescente do lucro líquido do exercício e da reserva de retenção de lucros.

Fonte: BRASIL (2022).

ANEXO 5 – PROPOSTA DE DIVIDENDOS REGISTRADA NAS DEMONSTRAÇÕES FINANCEIRAS DA COMPANHIA DE 2022 (EM MILHARES DE REAIS)

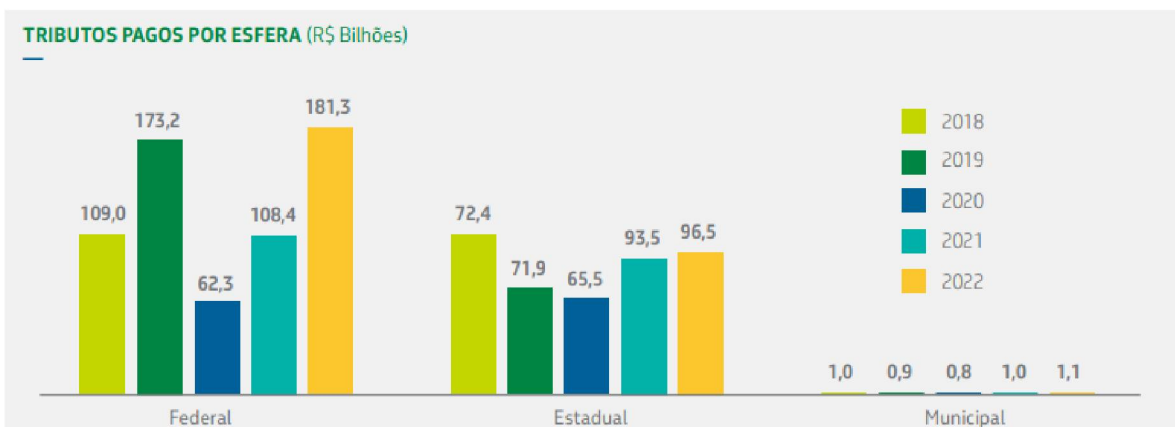
	Controladora	
	2022	2021
Lucro líquido do exercício atribuível aos acionistas da Petrobras	188.328	106.668
Apropriação:		
Reserva legal	(9.417)	(5.333)
Reserva de incentivos fiscais	(2.385)	(656)
Lucro líquido ajustado	176.526	100.679
Dividendos mínimos obrigatórios:		
25% do lucro líquido ajustado	44.131	25.170
Dividendos adicionais:		
Dividendos adicionais da parcela remanescente dos lucros acumulados	131.423	74.482
Dividendos adicionais da reserva de retenção de lucros	47.006	1.743
Total dos dividendos propostos	222.560	101.395
Ações preferenciais (PN) - R\$ 17,06202044 por ação em circulação em 2022 (R\$ 7,773202 por ação em circulação em 2021)	95.581	43.545
Ações ordinárias (ON) - R\$ 17,06202044 por ação em circulação em 2022 (R\$ 7,773202 por ação em circulação em 2021)	126.979	57.850

A proposta de remuneração aos acionistas relativa ao exercício de 2022 a ser encaminhada para aprovação da AGO de 2023, no montante de R\$ 222.560 (R\$ 17,06202044 por ação preferencial e ordinária em circulação), contempla o dividendo mínimo obrigatório de R\$ 44.131, equivalente ao percentual de 25% do lucro líquido ajustado, além de dividendos adicionais oriundos da parcela remanescente dos lucros acumulados do exercício (R\$ 131.423) e da reserva de retenção de lucros (R\$ 47.006). Essa proposta é superior à prioridade das ações preferenciais.

O excedente de caixa devido às maiores margens de venda de petróleo e derivados, associado à manutenção da meta de endividamento e à ausência de investimentos represados por restrição financeira, permitiram que a proposta de dividendos do exercício de 2022, no montante de R\$ 222.560, fosse superior aos dividendos calculados com base na política de remuneração aos acionistas (R\$ 123.452).

Fonte: BRASIL (2023a).

ANEXO 6 – TRIBUTOS PAGOS POR ESFERA (EM R\$ BILHÕES)



Fonte: BRASIL (2023b).